信用等级公告

联合〔2020〕1804 号

联合资信评估有限公司通过对宝鸡市投资（集团）有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持宝鸡市投资（集团）有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“17 宝城投 MTN001”和“18 宝城投 MTN001”的信用等级为 AA，维持“17 宝城投债/PR 宝城投”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月二十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

宝鸡市投资（集团）有限公司
2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
宝鸡市投资（集团）有限公司	AA	稳定	AA	稳定
17 宝城投债/PR 宝城投	AAA	稳定	AAA	稳定
17 宝城投 MTN001	AA	稳定	AA	稳定
18 宝城投 MTN001	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
17 宝城投债/PR 宝城投	8.00 亿元	6.40 亿元	2024/04/18
17 宝城投 MTN001	6.00 亿元	6.00 亿元	2022/09/06
18 宝城投 MTN001	6.00 亿元	6.00 亿元	2021/09/06

注：“18 宝城投 MTN001”所列到期兑付日为首个行权日；上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2020 年 6 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点：

宝鸡市投资（集团）有限公司（以下简称“宝鸡投资”或“公司”）是宝鸡市供热、供水等公用事业运营及基础设施建设的重要主体。跟踪期内，宝鸡市经济实力不断增强，公司持续获得外部支持，收入规模大幅提升。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司资产流动性弱、基础设施项目收入确认时间待定、公司利润对政府补贴依赖大、对外担保规模大等因素可能对公司偿债能力可能带来的不利影响。

“17宝城投债/PR宝城投”由中债信用增进投资股份有限公司（简称“中债增进”）提供不可撤销连带责任担保。经联合资信评估，中债增进主体长期信用等级为AAA，担保实力极强，其担保有效提升了“17宝城投债/PR宝城投”本息偿还的安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“17宝城投MTN001”和“18宝城投MTN001”信用等级为AA，维持“17宝城投债/PR宝城投”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **外部发展环境良好。**2019 年，宝鸡市 GDP 和一般公共预算收入分别为 2223.81 亿元和 87.98 亿元，均较上年保持增长，为公司发展创造了良好的外部环境。
2. **持续获得外部支持。**作为宝鸡市重要的公用事业运营及基础设施建设主体，跟踪期内，公司持续获得有力的外部支持，2019 年公司获得财政补贴 7.20 亿元，2019 年及 2020 年一季度分别获得政府注资 0.50 亿元和 1.00 亿元。
3. **收入规模快速增长。**跟踪期内，随着公司贸易板块运作趋于成熟，公司收入规模快速增长。

关注

1. **资产及权益质量一般。**公司资产中存货和委托贷款占比大，已完工项目收入确认及回款时间待定，资

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	1
		资本结构		4
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注:经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：唐立倩　王默璇
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

金占用严重；同时，公司资本公积中公益性资产规模较大，资产及权益质量一般。

2. **利润总额对政府补贴依赖大。**公司业务公益性强，公交等板块持续亏损，盈利能力弱，整体收益水平对政府补贴依赖大。2019年，公司利润总额1.43亿元，其他收益7.20亿元，利润总额对政府补助依赖大。
3. **面临一定或有负债风险。**截至2019年底，公司对外担保余额合计70.10亿元，对外担保比率58.02%。公司对外担保规模大，存在一定或有负债风险。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	65.33	54.31	60.97	64.20
资产总额(亿元)	487.62	492.50	509.10	518.53
所有者权益(亿元)	119.67	125.58	120.81	120.83
短期债务(亿元)	7.84	20.91	39.05	42.47
长期债务(亿元)	273.42	245.51	234.65	239.88
全部债务(亿元)	281.26	266.42	273.70	282.35
营业收入(亿元)	16.95	18.22	51.50	26.86
利润总额(亿元)	1.65	1.17	1.43	-0.92
EBITDA(亿元)	7.13	9.06	9.87	--
经营性净现金流(亿元)	-19.73	6.40	13.60	0.13
营业利润率(%)	8.11	17.44	6.58	2.94
净资产收益率(%)	0.81	0.89	0.93	--
资产负债率(%)	75.46	74.50	76.27	76.70
全部债务资本化比率(%)	70.15	67.96	69.38	70.03
流动比率(%)	1058.01	396.44	365.46	359.21
经营现金流动负债比(%)	-68.22	8.50	15.22	--
现金短期债务比(倍)	8.34	2.60	1.56	1.51
EBITDA 利息倍数(倍)	1.62	1.13	1.14	--
全部债务/EBITDA(倍)	39.42	29.41	27.72	--
公司本部（母公司）				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	324.68	309.48	291.68	295.23
所有者权益（亿元）	85.08	82.50	72.30	72.03
全部债务(亿元)	213.24	194.89	195.68	201.10
营业收入(亿元)	2.99	1.09	0.69	0.00
利润总额(亿元)	-0.49	-2.72	-3.59	-1.27
资产负债率（%）	73.80	73.34	75.21	75.60
全部债务资本化比率(%)	71.48	70.26	73.02	73.63
流动比率（%）	390.79	286.73	267.47	283.51
经营现金流动负债比(%)	-65.39	20.31	5.60	--

注：公司 2020 年一季报未经审计

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
17 宝城投债/PR 宝城投	AAA	AA	稳定	2019/06/21	唐立倩 宋金玲	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
17 宝城投 MTN001	AA						
18 宝城投 MTN001	AA						
18 宝城投 MTN001	AA	AA	稳定	2018/04/04	唐立倩 宋金玲	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文
17 宝城投 MTN001	AA	AA	稳定	2016/08/25	闫蓉 唐立倩	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文
17 宝城投债/PR 宝城投	AAA	AA	稳定	2016/05/31	闫蓉 唐立倩	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由宝鸡市投资（集团）有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

宝鸡市投资（集团）有限公司2020年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于宝鸡市投资（集团）有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为宝鸡市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“宝鸡市国资委”）。截至2020年3月底，公司注册资本和实收资本均为13.00亿元。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化，截至2020年3月底，公司本部内设业务发展部、财务部、工程部、综合部、人力资源部、投资发展部、稽核风控部、党委工作部和纪检监察室等9个职能部门，纳入合并范围子公司共计18家。

截至2019年底，公司资产总额509.10亿元，所有者权益120.81亿元（其中少数股东权益15.06亿元）；2019年，公司实现营业收入51.50亿元，利润总额1.43亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额518.53亿元，所有者权益120.83亿元（其中少数股东权益15.00亿元）；2020年1－3月，公司实现营业收入26.86亿元，利润总额-0.92亿元。

公司注册地址：陕西省宝鸡市金台区虢十路3号盛世广场22号楼投资大厦。法定代表人：任永强。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2020年5月底，联合资信所评“17宝城投债/PR宝城投”“17宝城投MTN001”和“18宝城投MTN001”尚需偿还债券余额18.40亿元。跟踪期内，公司已按期足额支付各期存续债券本息，公司既往付息情况良好。

截至2020年3月底，“17宝城投债/PR宝城投”募集资金已使用完毕（其中5亿元已用于宝鸡市南客站片区明星佳苑棚户区改造项目建设，3亿元已补充流动资金）；“17宝城投MTN001”和“18宝城投MTN001”募集资金已全部用于偿还银行借款。宝鸡市南客站片区明星佳苑棚户区改造项目计划总投资8.02亿元，目前已完工。

表1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
17宝城投债/PR宝城投	8.00	6.40	2017/04/18	7年
17宝城投MTN001	6.00	6.00	2017/09/06	5年
18宝城投MTN001	6.00	6.00	2018/09/06	3+2年
合计	**20.00**	**18.40**	--	--

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”

或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通

知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 2　2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019 年 3 月	财政部	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济

跟踪期内，宝鸡市经济保持增长，固定资产投资快速增长，为公司发展创造了良好的外部环境。

公司作为宝鸡市政府授权的重要基础设施建设主体，主要业务包括城建、供热、供水、公交等公益性和准经营性项目的投资、建设、运营。公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受地区经济实力的影响，并与宝鸡市经济发展及城市建设密切相关。

跟踪期内，宝鸡市经济保持一定增长。根据《2019 年宝鸡市国民经济和社会发展统计公报》数据，2019 年宝鸡市实现地区生产总值 2223.81 亿元，比上年增长 3.5%。其中，第一、第二、第三产业增加值分别为 178.75 亿元、1273.88 亿元和 771.18 亿元，同比分别增长 4.6%、2.1%和 5.7%。三次产业结构由上年的 7.2：63.3：29.5 调整为 8.0∶57.3∶34.7。按常住人口计算，全市人均生产总值 59050 元。非公有制经济增加值 1156.57 亿元，占全市经济总量的比重为 52.0%。全社会固定资产投资比上年增长 5.0%；第一产业投资比上年增长 9.2%，第二产业投资增长 36.7%，第三产业投资下降 5.9%。全年房地产开发企业投资 272.52 亿元，比上年增长 35.0%。全年全市共完成保障性住房和棚户区改造投资 34.5 亿元，新开工棚户区改造项目 10 个、5812 套。截至 2019 年底，全市累计实施各类保障性住房和棚户区改造 265943 套，已竣工 201844 套，分配入住 199109 套，入住率 98.6%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东及实际控制人仍为宝鸡市国资委。截至 2020 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 13.00 亿元。

2. 外部支持

跟踪期间，宝鸡市一般公共预算收入略有增长，但财政自身平衡能力差，对转移支付依赖度高；公司持续在政府补贴和政府注资等方面获得有力的外部支持。

2019 年，宝鸡市完成一般公共预算收入 87.98 亿元，较上年略有增长；一般公共预算

支出 239.07 亿元，财政自给率为 36.80%，地方财政对转移支付依赖度高。全市政府性基金收入完成 73.96 亿元，较 2018 年的 58.02 亿元增长较快，主要系土地出让收入、污水处理费收入等入库增加所致。截至 2019 年底，宝鸡市政府债务限额 263.62 亿元，政府债务余额 206.77 亿元，仍存在一定举债空间，政府债务风险总体可控。

公司作为宝鸡市供热、供水等公用事业运营及基础设施建设主体，持续获得宝鸡市政府的大力支持。2019 年，公司获得财政补贴 7.20 亿元；2019 年及 2020 年一季度，公司分别获得政府注资 0.50 亿元和 1.00 亿元。

3. 企业信用记录

跟踪期内，企业无新增不良信贷记录，未发现公司有其他不良信用记录。

根据《企业信用报告》（银行版，机构信用代码：G1061030300130180E），截至 2020 年 6 月 20 日，公司无未结清的不良信贷信息记录；已结清贷款中有 11 笔关注类贷款，根据国开行出具的说明，公司 11 笔关注类贷款为国家开发银行陕西省分行根据内部分类要求划分，对平台类债务进行关注所致，上述贷款均已正常偿还，未发生任何逾期。

截至 2020 年 6 月 20 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理体制等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

公司营业收入主要来自于供热、水务、公交等公用事业类服务和房屋销售、商品贸易业务；跟踪期内，公司贸易板块运作趋于成熟，带动整体收入规模快速增长，公司综合毛利率有所下降。

2019 年，公司实现营业收入 51.50 亿元，同比快速增长 176.56%，主要受贸易业务扩张所致。贸易收入在营业收入中的占比由 2018 年的 6.24%提升至 67.86%；公司供热、水务、公共交通等公用事业类板块收入规模较 2018 年保持一定增长，房屋销售板块受交付规模下降影响确认收入规模有所下滑。2019 年公司综合毛利率为 7.33%，较上年下降 13.07 个百分点，主要系收入占比较高的贸易板块毛利率低所致。

2020 年一季度，公司实现营业收入 26.86 亿元，相当于 2019 年全年的 52.16%，综合毛利率进一步降至 3.30%。

表 3　公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年一季度		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
供热	8.82	52.03	28.99	7.01	38.47	29.10	7.36	14.30	23.99	3.55	13.20	22.89
水务	1.72	10.12	22.65	1.67	9.17	26.60	1.69	3.27	34.15	0.41	1.51	31.59
公共交通	1.93	11.38	-58.17	2.12	11.64	-59.25	2.33	4.53	-53.54	0.28	1.03	-139.45
房屋销售	3.00	17.70	-1.07	3.95	21.68	28.75	0.66	1.28	8.25	0.00	0.00	-
商品贸易	--	--	--	1.14	6.24	1.07	34.95	67.86	1.15	21.88	81.48	1.12
其他	1.49	8.77	23.34	2.37	19.05	56.84	4.51	8.76	49.36	0.75	2.78	11.62
合计	**16.95**	**100.00**	**12.62**	**18.26**	**100.00**	**20.40**	**51.50**	**100.00**	**7.33**	**26.86**	**100.00**	**3.30**

注：其他板块收入主要包括天然气销售收入、融资服务及利息收入、保理、工程施工收入、其他货物销售收入、公交广告收入、委托贷款及借款利息收入、自来水供水服务收入等；2018年供热收入中包含供热子公司部分房地产销售收入，当年供热业务实际收入7.38亿元；2018年收入数据根据2019年审计报告中上期数据进行调整
资料来源：公司审计报告、公司提供

2. 业务分析

（1）供热业务

跟踪期内，公司供热收入相对较为稳定；受环保要求趋严影响，各类投入成本增加，毛利率有所下滑。

公司的供热业务由宝鸡市热力有限责任公司（以下简称“热力公司”）负责，公司持有其 100%的股权。热力公司主要负责宝鸡市城市集中供热的规划建设和冬季供热、生活热水供应及发电，在宝鸡市市区范围内具有业务专营优势。

截至 2020 年 3 月底，热力公司已拥有主热源 5 处，供热管网总长 341.8 公里，供热面积 2403 万平方米。服务对象超过 350 余家机关、企事业单位，20 余万户家庭、60 多万居民。

表4 热力公司经营指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
热源数量（个）	4	5	5	5
换热站数量（个）	114	122	122	122
供热管网长度（公里）	327.5	341.8	341.8	341.8
入网面积（万平方米）	2256	2356	2403	2403
供热面积（万平方米）	2256	2356	2403	2403

资料来源：公司提供

供热收入是热力公司稳定收入来源，2019 年热力公司实现供热收入 7.36 亿元，较上年增长 0.35 亿元；同期，公司收到热力管网设施配套补贴 2.31 亿元。供热业务毛利率由上年的 29.10%降至 23.99%，主要系随着环保政策的趋严，各类成本投入增加所致。公司每年供热期间为 11 月 15 日至次年 3 月 15 日。2020 年一季度，公司确认供热收入 3.55 亿元

（2）水务板块

跟踪期内，公司水务收入与上年基本持平，自来水业务毛利率随着阶梯水价覆盖用户数量增加而有所提升。

公司水务业务分为自来水供应和中水处理两部分，收入以自来水销售为主，另包括污水处理、中水销售及管道维修收入。自来水供应业务由全资子公司宝鸡市自来水有限责任公司（以下简称“自来水公司”）投资控股的宝鸡创威水务有限责任公司（2015 年起对其持股 51%）负责，经营范围包括宝鸡市城区渭滨区、金台区和高新区；公司污水处理及中水销售业务由全资子公司宝鸡市中水水务有限公司（以下简称“中水水务”）承接，在除高新区外的宝鸡市城区范围内具有一定专营优势。2019 年，公司实现水务收入 1.69 亿元，与上年基本持平，毛利率 34.15%，较上年增长 7.55 个百分点，主要系随着老旧小区水表改造的开展，阶梯水价覆盖用户数量增长所致。

截至 2020 年 3 月底，自来水公司用户数量达 13.8 万户，拥有水厂 3 个，管网总长度 980 公里，平均日制水量 14.35 万立方米。2020 年 1－3 月售水量 1204.46 万立方米，相当于 2019 年全年的 25.43%。跟踪期内，宝鸡市水价未发生调整。

表5 自来水公司经营指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
下属水厂数量（个）	3	3	3	3
平均日制水量（万立方米）	13.59	12.80	14.31	14.35
售水量（万立方米）	4292	4491	4735.59	1204.46
管网压力合格率平均值（%）	99.70	99.70	99.8	99.7
管网水质综合合格率（平均值，%）	100.00	100.00	100.00	100.00
管网长度（公里）	893	891	980	980
自来水用户数量（户）	9.39	11.05	13.5	13.8

资料来源：公司提供

2019 年，中水水务生产中水能力为 12 万吨/日，全年完成中水销售量 610 万立方米；当期确认中水销售收入 0.07 亿元。主要用户为大唐宝鸡热电厂、宝鸡市金信安水务有限公司、宝鸡市政府机关事务局、园林绿化局、房地产公司等。

（3）公交板块

受车辆购置成本及人工成本上涨影响，公司公共交通业务亏损较重，政府持续给予补贴

支持。2020 年以来，受疫情影响，公交业务收入及毛利率进一步下滑。

公司城市交通业务由全资子公司宝鸡市公共交通有限责任公司（以下简称“公交公司”）经营。截至 2020 年 3 月底，公交公司共拥有场站 6 座，营运车辆 1067 台；营运线路 56 条、线路总长 794.90 公里，2019 年日均客运量 63.56 万人次。公交公司根据政府政策，针对老人、在伍军人、学生给予较高的乘车优惠，为此财政近年来持续给予公司一定的资金补贴，2019 年公司获得城市公共交通政策补贴 9453.09 万元。

表6　公交公司经营指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
公交线路（条）	53	53	56	56
总运营长度（公里）	707.70	721.00	804.80	794.90
票款收入（万元）	18431.38	18741.56	20662.24	2582.03
补贴收入（万元）	6229.74	7955.22	9453.09	907.16
发放市政公交卡总数（万张）	11.88	10.17	9.17	0.89
运营车辆（辆）	1090	1067	1067	1067
客运量（万人次/日）	64.95	62.74	63.56	29.93

注：表 3 中公共交通收入含公共自行车租赁等收入，与本表票款收入有差异
资料来源：公司提供

2019 年，公司公共交通业务实现营业收入 2.33 亿元，毛利率为-53.54%，毛利率持续下滑，主要系运营车辆购置成本增加及人工成本上涨、公益性支出逐年增大等所致。2020 年一季度，受新冠疫情影响，公司公交业务收入大幅下滑，亏损进一步加重。

（4）商品贸易

公司于 2018 年开始发展大宗商品贸易板块，跟踪期内，公司贸易收入快速增长，在营业收入中占比高。目前货物销售业务采用预付货款方式，经营风险相对可控。考虑到货物销售价格随市场行情变化、公司部分客户为民营企业、贸易量易受行业景气度影响，该板块经营风险有待关注。

公司贸易于 2018 年进入大宗商品贸易领域，相关业务主要由投资设立的子公司陕西中宝达产业投资有限公司（以下简称“中宝达公司”）负责，主要贸易品类包括钢材、煤炭、锌锭等大宗材料。

2018－2019 年，公司分别确认贸易收入 1.14 亿元和 34.95 亿元，2019 年，公司贸易业务运作逐步趋于成熟，收入规模大幅增长。2020 年一季度，公司确认贸易收入 21.88 亿元，占 2019 年全年的 62.60%，贸易业务仍呈快速扩张趋势。

表 7　中宝达公司货物销售购销情况（单位：万吨、万元、%）

项目	2019 年				2020 年一季度			
	采购数量	销售数量	销售收入	毛利率	采购数量	销售数量	销售收入	毛利率
钢材	106.12	106.06	12.86	0.43	22.92	22.91	7.84	0.10
煤炭	26.16	24.88	1.08	3.38	18.17	19.45	0.52	12.26
高碳铬铁	1.71	1.71	0.97	0.07	--	--	--	--
镍合金	1.34	1.34	1.07	0.07	--	--	--	--
锌锭	10.45	10.45	18.01	0.45	8.54	8.54	13.30	0.20
合计	**145.77**	**144.44**	**33.99**	**0.51**	**49.63**	**50.90**	**21.66**	**0.45**

资料来源：公司提供

公司大宗材料销售款在合同签订一个月内以承兑汇票、国内信用证或现汇方式预收货款，协议中明确货物的暂定单价及总金额，但实际销售价格随市场行情变化。公司收到货款后，在合同约定的交货地点交货，客户在收货的同时，与公司一起对所交付货物的外观、品种、规格、数量及包装等进行验收。验收合格后，公司与下游客户按照实际结算单确认的数量及金额进行结算，并对货款进行多退少补。

目前公司货物贸易业务快速发展，贸易业务采用预收货款方式，经营风险相对可控。但由于实际销售价格随市场行情变化、公司部分客户为民营企业、贸易量易受行业景气度影响，公司贸易业务经营风险有待关注。

（5）房屋销售

公司房屋销售板块目前存量房源较小，跟踪期内收入规模有所下滑。未来公司将由保障房领域转向商品房销售，在建房地产项目投资规模大，未来去化情况易受市场变动影响。

公司保障性住房运营主体包括旧城改造、宝鸡市新城投资建设开发有限公司（以下简称“新城投资”）和集团本部。旧城改造负责宝鸡市旧城区的改造和安置房建设与出售，主要建设项目包括东仁堡棚户区改造工程（东仁新城）和金陵湾二期廉租房项目；项目总投资分别为 20 亿元与 2.30 亿元，由国家开发银行的贷款作为项目启动资金，通过外部融资筹集资金对旧城区实施拆迁，并建造安置房对拆迁居民予以安置。该业务的收入包括两项，一是安置房的销售与出租，其收入由政府定价，价格较低；二是财政补助。新城投资主要负责南客站基础设施和明星佳苑棚户区改造项目。公司本部主要负责代家湾片区旧城改造等项目。

2019 年，公司确认房屋销售收入 0.66 亿元，较 2018 年快速下降，主要系存量房源较少，预售房屋暂时未进行交付所致。2020 年一季度，公司房屋销售业务暂未确认收入。

为促进实体化转型，公司于 2018 年起设立中宝达公司和宝泰达公司，从事贸易、房地产相关业务。公司房地产板块主要在建项目包括清水湾、锦业府邸、蔡家坡东城财达等项目，均由中宝达公司及宝泰达公司负责。在建房地产项目总投资 65.01 亿元，截至 2019 年底已投资 10.43 亿元，项目资金主要来自于公司自有资金及外部融资，未来将通过市场化形式进行销售。公司在建房地产项目投资规模大，未来去化情况易受市场变动影响，联合资信将持续关注公司市场化房地产项目进展情况。

（6）基础设施建设

公司基础设施建设尚未确认收入，公司资金垫付规模较大，未来回款存在不确定性。

公司基础设施建设运营主体主要包括新城投资和集团本部，新城投资主要负责南客站片区基础设施建设，本部主要负责宝鸡市地下综合管廊等项目。

基础设施建设方面，宝鸡市政府每年初统筹安排，向各部门下发建设任务，公司收到代建项目任务后作为甲方与承建主体签订建设合同，负责宝鸡市基础设施项目的建设。在项目完工后，委托方单位根据经审计确认投资额加成一定的管理费与公司进行结算。公司将在建基础设施项目计入“存货—开发成本”“存货—库存商品”及“在建工程”核算。项目投资支出主要依靠外部融资、政府专项资金及财政拨款平衡，其中公司将收到的政府专项资金及财政拨款计入“专项应付款”科目，截至 2020 年 3 月底，公司收到的专项用途资金、财政拨款和其他拨款累计合计 59.18 亿元，体现在“长期应付款”。

截至 2020 年 3 月底，公司基础设施及保障房建设项目尚未形成收入，部分已完工项目（主要为新城投资负责的明星佳苑棚户区改造、东星村棚户区改造、站前大道、高新四路及站前广场等）因审计手续未完成而无法确认收入。

公司作为宝鸡市基础设施建设主体，承担较大规模的基建项目建设，资金支出规模较大，政府专项资金及财政拨款对投资支出的覆盖有限，投资支出主要依靠公司自筹解决，加重公司债务压力，同时已完工但未确认收入的项目规模较大，对公司资金形成较大占用。联合资信将对公司已完工基础设施项目收入确认及回款情况保持密切关注。

（6）其他收入

2019 年公司其他收入大幅增长，对公司整体业务形成一定补充。

除了上述主要业务收入以外，公司还承揽了天然气销售、公交广告、融资及委托贷款、保理、工程施工等其他类业务，其他业务对公

司业务收入形成一定补充。公司为国开行指定的宝鸡市棚改资金委托贷款统一转贷平台，转贷款主要来自国开行棚改项目专项贷款及公司自有资金。2019 年公司实现其它业务收入 4.51 亿元，较上年增长较快，主要系委托贷款及借款利息收入、工程施工等收入增长所致。联合资信将对上述收入的持续性保持密切关注。

3. 未来发展

目前公司重点投资领域集中在公用事业、基础设施建设和房地产板块；在建和拟建项目建设资金需求大，公司整体融资压力大。

未来宝鸡市将以项目建设为支撑，准确把握国家稳增长、促投资政策动向，瞄准城市综合管廊、海绵城市建设、民生扶贫、产业发展和交通水利基础设施建设等方面，推进一批重点项目。公司作为宝鸡市城市基础设施项目建设和国有资产运营主体，承担的供热、供水和基础设施建设项目较多。未来，公司将继续立足宝鸡，布局西安，面向全国，以国家支持的产业（文化教育、医疗健康、养老旅游、环保、新能源、新材料等）为投资方向，以城市配套升级改造、项目开发建设、代建管理、资产运营和服务以及大宗材料贸易为主要业务。截至 2019 年底，公司主要在建项目总投资 123.32 亿元，已投资 34.95 亿元（体现在“存货”和“在建工程”科目），后续投资主要集中在 2020－2021 年，每年约需投入 30 亿元，资金主要来源于自筹，公司未来融资压力大。

八、财务分析

公司提供了 2019 年财务报告，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2020 年 1－3 月财务数据未经审计。

截至 2019 年底，公司拥有 18 家纳入合并报表范围的子公司；2020 年 1－3 月，公司合并报表范围未发生变化。跟踪期内，公司新增 2 家并表子公司，为宝鸡雍德创盈股权基金合伙企业（有限合伙）和陕西太白山青园山庄酒店有限公司，新并表子公司均为投资设立，目前规模较小，对公司财务数据可比性影响小。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产保持稳定小幅增长；资产中存货、其他应收款和棚改转贷资金占比大，资金占用较大，且包含一定公益性资产，资产质量一般。

表 8　公司主要资产构成情况　（单位：亿元、%）

科目名称	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	65.31	13.39	52.43	10.65	60.93	11.97	64.06	12.35
预付款项	14.19	2.91	16.43	3.34	24.33	4.78	21.91	4.23
其他应收款	105.12	21.56	98.75	20.05	95.07	18.67	99.40	19.17
存货	101.46	20.81	115.50	23.45	127.52	25.05	128.79	24.84
流动资产	**305.92**	**62.74**	**298.29**	**60.57**	**326.50**	**64.13**	**332.48**	**64.12**
可供出售金融资产	10.02	2.05	9.17	1.86	10.49	2.06	10.49	2.02
持有至到期投资	68.54	14.06	71.68	14.55	53.84	10.58	54.04	10.42
长期股权投资	10.24	2.10	11.28	2.29	11.98	2.35	12.18	2.35
固定资产	58.90	12.08	57.93	11.76	57.74	11.34	58.19	11.22
在建工程	28.03	5.75	33.57	6.82	41.07	8.07	43.71	8.43
非流动资产	**181.70**	**37.26**	**194.21**	**39.43**	**182.60**	**35.87**	**186.04**	**35.88**
资产总额	**487.62**	**100.00**	**492.50**	**100.00**	**509.10**	**100.00**	**518.53**	**100.00**

资料来源：公司财务报告

截至 2019 年底，公司资产总额 509.10 亿元，较上年底增长 3.37%，其中流动资产占 64.13%，资产仍以流动资产为主。

截至 2019 年底，公司流动资产 326.50 亿元，较上年底增长 9.46%，主要系存货增长所致；公司货币资金 60.93 亿元，较 2018 年底增长 16.20%，其中质押存单、承兑汇票和借款保证金共计 9.37 亿元，受限比例 15.39%；公司预付款项 24.33 亿元，较 2018 年底增长 7.90 亿元；公司应收账款 5.09 亿元，较上年底增加 3.57 亿元，主要系应收保理费增长所致，公司对应收保理费具有追索权。公司其他应收款 95.07 亿元，较上年底略有下降；公司其他应收款主要包括应收宝鸡保障性住房建设工程有限公司的保障房工程款、宝鸡市火车南客站片区拆迁安置建设指挥部的代垫拆迁补偿款以及宝鸡吉利汽车有限公司（以下简称“吉利汽车”）的借款；公司其他应收款规模大，对资金形成较大占用，同时对民企吉利汽车 17.24 亿元的借款无抵质押措施，存在一定的回收风险；公司其他应收款账龄在 1 年以内的占 20.42%，1~2 年的占 24.14%、2~3 年的占 31.21%，3 年以上的占 24.22%，整体账龄偏长，公司计提坏账准备 2.56 亿元。公司存货 127.52 亿元，包括 111.75 亿元开发成本和 14.55 亿元库存商品；公司存货同比增长 10.41%，主要系开发成本随新城投资公司棚改项目及宝泰达等公司房地产项目投入增加所致；公司一年内到期的非动资产 10.00 亿元，为将于一年内到期的持有至到期投资。

表 9　截至 2019 年底其他应收款前五名欠款单位情况

（单位：亿元、%）

单位名称	金额	款项性质	账龄
宝鸡市火车南客站片区拆迁安置建设指挥部	20.52	工程代建款	1-2 年/2-3 年/3-4 年
宝鸡保障性住房建设工程有限公司（千渭、群众路）	17.72	工程建设借款	1 年以内/1~2 年 /2~3 年/3~4 年
宝鸡吉利汽车有限公司	17.24	借款	1~2 年/2~3 年/3~4 年
宝鸡高新技术产业开发总公司	6.62	借款	1~2 年/2~3 年/3~4 年
宝鸡如意茵香文化旅游投资管理有限公司	3.86	往来款	1 年以内/1~2 年/2~3 年
合 计	**65.96**	--	--

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司非流动资产 182.60 亿元，较上年底下降 5.98%，主要系持有至到期投资减少所致。公司持有至到期投资 53.84 亿元，较上年底下降 24.89%；公司持有至到期投资主要为发放给宝鸡市各公用事业单位的长期委托贷款 51.52 亿元（资金来源为国开行及各商业银行），主要用于宝鸡市区及县区范围内棚户区改造项目，相关资金分年度纳入各级政府财政预算，资金偿还相对较有保障。公司固定资产 57.74 亿元，因折旧计提同比略有下降；公司固定资产主要包括房屋及建筑物 18.31 亿元、路桥基础设施 6.05 亿元、管网设施 7.16 亿元、冯家山水库 23.37 亿元，固定资产中公益性资产净值合计 36.58 亿元。公司在建工程 41.07 亿元，较上年底增长 22.36%，系对路桥基础设施、热力管网设施的资本化利息及投入增加所致；公司其他非流动资产由上年底的 5.36 亿元下降至 2.00 亿元，系预付土地款核减所致。

截至 2019 年底，公司受限资产合计 54.91 亿元，包括 9.38 亿货币资金、存货中 18.64 亿土地使用权、在建工程中 1.10 亿元路桥基础设施、25.70 亿元建设项目未来应收账款和 0.10 亿元股权质押，资产受限比例 10.79%。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 518.53 亿元，较 2019 年底微增 1.85%，主要系应付债券增长 4.30 亿元至 65.13 亿元所致。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益有所下降；考虑到资本公积中公益性资产规模较大，公司所有者权益质量一般。

截至 2019 年底，公司所有者权益 120.81 亿元，较上年底下降 3.80%，主要系资本公积中 7.26 亿元为此前获得的政府债务置换资金，对应置换持有至到期投资到期相关债务，具有代收代付性质，因而随持有致到期投资到期而冲减所致；此外公司于当年获得宝鸡市国资委增资 0.50 亿。截至 2019 年底，公司资本公积 79.84 亿元、实收资本 13.00 亿元、未分配利润

12.91 亿元、少数股东权益 15.06 亿元，考虑到资本公积中包括冯家山水库等 36.58 亿元的公益性资产，公司权益质量一般。

截至 2020 年 3 月底，公司权益 120.83 亿元，较 2019 年底变化不大。公司资本公积增加 1.00 亿元，系政府注资所致。

表 10　公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	13.00	10.86	13.00	10.35	13.00	10.76	13.00	10.76
资本公积	85.02	71.05	86.46	68.85	79.84	66.09	80.84	66.90
未分配利润	11.04	9.23	11.88	9.46	12.91	10.69	11.99	9.92
其它综合收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东权益	**10.61**	**8.87**	**14.24**	**11.34**	**15.06**	**12.47**	**15.00**	**12.41**
所有者权益合计	**119.67**	**100.00**	**125.58**	**100.00**	**120.81**	**100.00**	**120.83**	**100.00**

资料来源：公司财务报告

表 11　公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.10	0.30	3.52	0.96	3.59	0.92	5.00	1.26
应付票据	1.05	0.29	1.97	0.54	11.69	3.01	13.69	3.44
预收款项	11.20	3.04	12.37	3.37	12.98	3.34	12.60	3.17
其他应付款	1.58	0.43	31.31	8.53	25.50	6.57	28.81	7.24
一年内到期的非流动负债	5.69	1.55	15.42	4.20	23.78	6.12	23.78	5.98
流动负债	**28.91**	**7.86**	**75.24**	**20.51**	**89.34**	**23.01**	**92.56**	**23.27**
长期借款	214.64	58.34	183.81	50.10	173.82	44.77	174.75	43.94
应付债券	58.78	15.98	61.70	16.82	60.83	15.67	65.13	16.38
长期应付款	59.27	16.11	37.87	10.32	58.05	14.95	59.18	14.88
非流动负债	**339.03**	**92.14**	**291.68**	**79.49**	**298.95**	**76.99**	**305.14**	**76.73**
负债总额	**367.94**	**100.00**	**366.92**	**100.00**	**388.29**	**100.00**	**397.70**	**100.00**

资料来源：公司财务报告

跟踪期内，公司有息债务规模有所增长；公司债务以长期债务为主，但短期债务规模增较快，整体债务负担较重。

截至 2019 年底，公司负债总额 388.29 亿元，较 2018 年底增长 5.82%，公司非流动负债占 76.99%。

截至 2019 年底，公司流动负债 89.34 亿元，较 2018 年底增长 18.74%，系应付票据和一年内到期的非流动负债增加所致。公司应付票据 11.69 亿元，较 2018 年底快速增长，主要系随着贸易业务的开展，票据结算增加所致；公司预收款项 12.98 亿元，预收款项主要由预收采暖费、房款及贸易货款构成；公司其他应付款 25.50 亿元，主要为收到的宝鸡市财政局置换债券款 7.26 亿元、应付宝鸡市城地下综合管廊有限公司的未结算工程款 6.10 亿元及与国家开发银行国开发展基金、宝鸡保障性住房建设工程有限公司等的往来款；一年内到期的非流动负债 23.78 亿元，主要包括一年内到期的长期借款 13.78 亿元和应付债券 10.00 亿元。

截至 2019 年底，公司非流动负债 298.95 亿元，较上年底略有增长。公司长期借款 173.82 亿元，随着持有至到期投资中转贷资金的偿还而下降 5.43%；公司长期借款主要由质

押借款（占 39.75%）和信用借款（占 54.55%）构成，质押物主要为开发项目应收账款、收益权和股权；公司长期借款中 83.55 亿元系国家开发银行保障性住房建设贷款（借款期限 10~25 年，年利率 4%左右），公司为国开行指定的宝鸡市棚改资金委托贷款统一转贷平台。公司应付债券 60.83 亿元，随部分债务到期偿还而略有下降，同时公司于 2019 年两期 PPN 合计 5.70 亿元，票面利率在 5.89%~6.35%之间。公司长期应付款主要为国债转贷资金、财政拨款及专项用途资金，截至 2019 年底为 58.05 亿元，同比增长 53.28%，主要系新城公司火车南站等项目获得的政府拨款资金增加所致。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额 397.70 亿元，较上年底小幅增长 2.42%，结构仍以非流动负债为主。公司负债结构变化较小。

截至 2019 年底，公司全部债务 273.70 亿元，同比下降 2.73%，主要系偿还部分长期借款所致；公司债务以长期债务为主，占 85.73%。截至 2019 年底，受权益规模下降影响，公司资产负债率和全部债务资本化比率均有所增长，分别为 76.27%和 69.38%，公司债务负担较重，但考虑到部分棚改转贷资金偿债责任不由公司承担，公司实际债务压力小于指标值。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务增至 282.35 亿元，债务负担指标变动不大，需于一年内偿付有息债务 42.47 亿元。

3．盈利能力

跟踪期内，公司营业收入规模快速增长，营业利润率有所下降；公司业务公益属性较强，利润总额对政府补贴依赖大，自身盈利能力仍弱。

公司的营业收入主要来自贸易及供热、供水、公交等公用事业类服务，2019年，公司营业收入51.50亿元，同比快速增长182.62%，主要系贸易收入大幅增长所致；2019年公司营业利润率6.58%，较2018年下降较大系贸易业务毛利率低所致。

2019年，公司期间费用8.25亿元，同比增长32.36%，主要系财务费用受利息收入减少影响而增加所致；公司期间费用率由上年的34.21%降至16.02%，期间费用对利润的侵蚀仍较重。

2019年，公司确认其他收益7.20亿元，较上年的2.47亿元快速增长，主要系热力管网设施配套补贴、天然气补助等快速增长所致，公司是宝鸡市重要的公用事业主体，相关业务获得的补贴支持强。公司投资收益0.62亿元，主要包括联营企业宝鸡中燃城市燃气发展公司收益0.55亿元及各类金融资产收益。公司资产减值损失1.62亿元，系其他应收款随账龄增长而加大坏账准备计提所致。公司利润总额1.43亿元，利润总额对政府补助依赖大。

从盈利指标来看，跟踪期内公司总资本收益率和净资产收益率均略有增长，2019年分别为1.72%和0.93%。整体看，公司盈利能力弱。

2020年1－3月，公司实现营业收入26.86亿元，相当于2019年全年的52.16%，营业利润率2.94%，实现利润总额-0.92亿元。

4．现金流分析

跟踪期内，随营业收入扩张影响，公司经营活动现金流规模快速增长；公司投资活动净流出规模有所缩减，筹资活动力度减弱。

2019 年，公司经营活动流入及流出规模均大幅增长，主要受贸易规模较大影响，公司销售商品、提供劳务收到现金 55.42 亿元，购买商品、接受劳务支付现金 51.39 亿元；公司现金收入比 107.62%，回款情况较好。公司收到及支付其他与经营活动有关的现金主要为往来款、政府补助等。2019 年，公司经营活动净现金流 13.60 亿元。

公司投资活动主要为转贷、购买理财产品及在建项目投资支出，2019 年收回投资收到现金 23.93 亿元、投资支付 19.92 亿元，主要为转贷及理资资金，购建固定资产、无形资产等支付现金 7.38 亿元，公司投资活动净现金流-3.89 亿元。

筹资活动方面，2019 年，公司筹资活动现金流入 22.08 亿元，偿还债务本息等流出 32.68 亿元，受公司融资力度减弱及偿还到期债务规模增大影响，当期筹资活动净现金流-10.60 亿元。

2020 年一季度，公司销售商品、提供劳务收到现金 26.19 亿元，现金收入比 97.51%，经营活动现金净流入 0.13 亿元；投资活动主要表现为在建项目等投资 3.10 亿元，投资活动净现金流-3.56 亿元；筹资活动现金流入 7.88 亿元，一季度偿债压力小，筹资活动现金净流入 6.56 亿元。

5. 偿债能力

公司现金类资产较为充裕且融资渠道通畅，短期偿付能力较好，公司长期偿债能力弱；考虑到股东给予的有力支持，公司总体偿债能力很强。但公司担保比率高，存在一定或有债务风险。

从短期偿债能力指标看，受流动负债规模增长影响，截至2019年底，公司流动比率和速动比率快速降至365.46%和222.73%；2020年3月底，上述指标较2019年底变动不大。2019年，公司经营现金流量净额为13.60亿元，经营现金流动负债比为15.22%，可对流动负债形成一定的覆盖。截至2020年3月底，公司现金类资产64.20亿元，为短期债务的1.51倍，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债指标看，2019年，公司EBITDA为9.87亿元，其中利润总额占比低；公司全部债务/EBITDA倍数由2018年的29.41倍降至27.72倍，公司长期偿债能力有所改善但是仍弱。考虑到股东持续给予的有力支持，公司总体偿债能力很强。

截至2020年3月底，公司及其子公司（合并口径）共获得银行授信额度合计355.46亿元，已使用额度228.14亿元，剩余额度127.31亿元，间接融资渠道较为畅通。

截至2019年底，公司对外担保余额合计70.10亿元，占2019年底所有者权益合计数的58.02%。公司对外担保对象主要为宝鸡市蟠龙新区开发建设有限公司、宝鸡高新技术产业开发总公司、宝鸡市文化旅游产业发展集团有限公司、陕西法门寺文化发展有限公司等国有控股企业及民营企业东岭集团（为其发行的10亿元企业债“PR陕东岭/15陕西东岭债”提供担保），目前上述公司经营正常，但公司对外担保规模大且集中度高，存在一定的或有债务风险。

6. 财务概况

公司本部主要负责组织、融资、管理等职能性工作，不直接参与项目建设及业务运营，资产主要为往来占款及对外投资款，不产生营业收入。

截至 2019 年底，母公司资产总额 291.68 亿元，较上年底下降 5.75%，主要系持有至到期投资下降所致。母公司资产以非流动资产为主，占总资产的 62.69%，资产主要包括持有至到期投资 99.27 亿元、长期股权投资 37.72 亿元、固定资产 38.26 亿元、存货 14.92 亿元、其他应收款 43.20 亿元和预付账款 27.33 亿元。母公司资产占合并口径的 57.29%，占比一般。

截至 2019 年底，母公司所有者权益合计 72.30 亿元，较上年底下降 12.37%，系资本公积下降所致。母公司所有者权益占合并报表所有者权益的 59.84%，占比尚可。

截至 2019 年底，母公司负债合计 219.39 亿元，较上年底下降 3.34%。母公司负债中非流动负债占 81.45%，母公司负债主要包括其他应付款 23.42 亿元、一年内到期的非流动负债 15.00 亿元、长期借款 117.86 亿元和应付债券 60.83 亿元，母公司负债占合并报表负债的 56.50%，占比一般。

公司各板块业务主要由子公司负责，本部仅从事部分房地产业务，在合并营业收入占比小，2019年，母公司确认营业收入0.69亿元、利润总额-3.59亿元，收入及利润对合并口径贡献小。

九、存续期内债券偿债能力

截至2019年底，公司存续债券余额74.00亿元，其中20.00亿元将于一年内到期，同时公司需于2011年偿还28.00亿元，存续债券短期偿债能力较好。

截至2019年底，按首个行权日计算到期规模，公司需于一年内偿付债券20.00亿元，未来债券偿还高峰期集中于2011年，当年共需偿还28.00亿元。截至2019年底，公司现金类资产60.97亿元；2019年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为79.96亿元、13.60亿元和9.87亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表12 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2019 年
一年内到期债券余额	20.00
未来待偿债券本金峰值	28.00
现金类资产/一年内到期债券余额	3.05
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	2.86
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.49
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.35

资料来源：联合资信整理

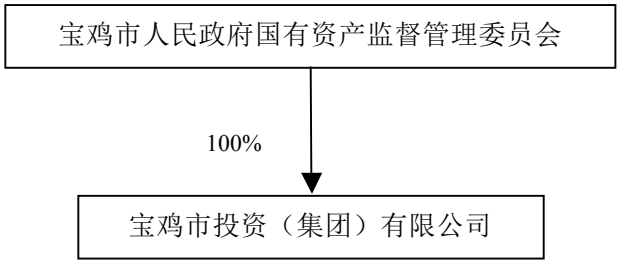
整体看，公司存续债券短期偿债能力较好；经营活动流入量对未来待偿债券本金峰值的保障能力较好，经营活动现金流量净额及EBITDA对其保障能力较弱；考虑到公司持续获得有力的外部支持，存续期内债券实际偿债能力很强。

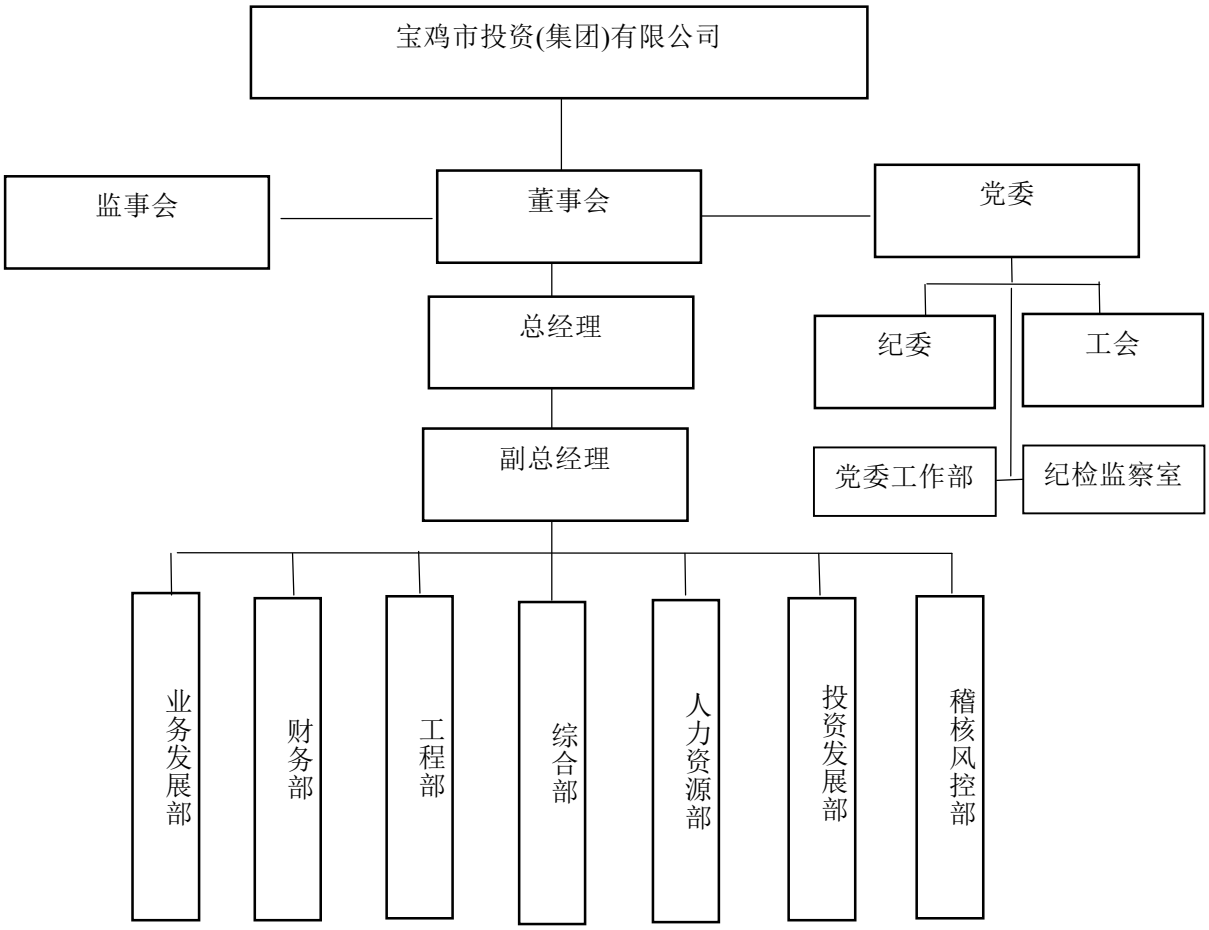
此外，“17宝城投债/PR宝城投”由中债信用增进投资股份有限公司提供不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评估，中债信用增进投资股份有限公司主体长期信用等级为AAA，担保实力极强，有效增强了“17宝城投债/PR宝城投”本息偿还的安全性。

十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“17宝城投MTN001”和“18宝城投MTN001”的信用等级为AA，维持“17宝城投债/PR宝城投”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构及组织结构图





附件 1-2 公司 2020 年 3 月底合并范围内一级子公司情况

子公司名称	注册资本（万元）	经营范围	持股比例（%）
宝鸡市热力有限责任公司	10997.80	集中供热项目的开发、经营	100.00
宝鸡市城市建设投资开发有限公司	6000.00	城市建设开发投资	100.00
宝鸡市法门旅游开发建设有限公司	7010.00	旅游项目的开发、建设	100.00
宝鸡市旧城改造建设投资有限责任公司	2913.30	旧城拆迁、房地产开发	100.00
宝鸡市自来水有限责任公司	5000.00	自来水的生产、销售	100.00
宝鸡市中水水务有限公司	11206.50	污水处理及再生利用；管网建设施工	100.00
宝鸡市天然气有限责任公司	14800.00	天然气的供应	100.00
宝鸡市公共交通有限责任公司	7000.00	汽车的运输、租赁	100.00
宝鸡市环卫建设有限公司	618.00	环卫实施的开发、建设经营	100.00
宝鸡市公共停车建设管理有限公司	100.00	停车场（库）投资、建设、运营	100.00
宝鸡市新城投资建设开发有限公司	36000.00	城市建设及基础设施投资；房地产开发、物业管理	66.67
宝鸡市金融控股有限公司	10000.00	资本运作及资产管理，股权投资及管理	54.45
宝鸡市城投资产管理有限公司	200.00	资产管理；物业管理	100.00
宝鸡机场有限责任公司	2000.00	国内航线的航空客货运输销售代理业务	100.00
陕西中宝达产业投资有限公司	100000.00	土地开发、整理；房地产开发、建设	46.00
陕西宝泰达产业投资有限公司	30000.00	土地开发、整理；项目管理	45.00
宝鸡雍德创盈股权基金合伙企业（有限合伙）	5010.00	股权投资、项目投资	39.92
陕西太白山青园山庄酒店有限公司	1000.00	酒店业务	100.00

注：公司持股陕西中宝达产业投资有限公司、陕西宝泰达产业投资有限公司比例分别为 46%和 45%，均为第一大股东，实际控制人
资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	65.33	54.31	60.97	64.20
资产总额(亿元)	487.62	492.50	509.10	518.53
所有者权益(亿元)	119.67	125.58	120.81	120.83
短期债务(亿元)	7.84	20.91	39.05	42.47
长期债务(亿元)	273.42	245.51	234.65	239.88
全部债务(亿元)	281.26	266.42	273.70	282.35
营业收入(亿元)	16.95	18.22	51.50	26.86
利润总额(亿元)	1.65	1.17	1.43	-0.92
EBITDA(亿元)	7.13	9.06	9.87	--
经营性净现金流(亿元)	-19.73	6.40	13.60	0.13
财务指标				
销售债权周转次数(次)	12.46	14.92	15.49	--
存货周转次数(次)	0.17	0.13	0.39	--
总资产周转次数(次)	0.04	0.04	0.10	--
现金收入比(%)	100.49	121.84	107.62	97.51
营业利润率(%)	8.11	17.44	6.58	2.94
总资本收益率(%)	0.95	1.65	1.72	--
净资产收益率(%)	0.81	0.89	0.93	--
长期债务资本化比率(%)	69.56	66.16	66.01	66.50
全部债务资本化比率(%)	70.15	67.96	69.38	70.03
资产负债率(%)	75.46	74.50	76.27	76.70
流动比率(%)	1058.01	396.44	365.46	359.21
速动比率(%)	707.10	242.94	222.73	220.07
经营现金流动负债比(%)	-68.22	8.50	15.22	--
现金短期债务比(倍)	8.34	2.60	1.56	1.51
EBITDA 利息倍数(倍)	1.62	1.13	1.14	--
全部债务/EBITDA(倍)	39.42	29.41	27.72	--

注：公司 2020 年一季度财务数据未经审计

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	24.67	16.43	8.80	11.55
资产总额(亿元)	324.68	309.48	291.68	295.23
所有者权益(亿元)	85.08	82.50	72.30	72.03
短期债务(亿元)	6.47	7.91	17.00	17.00
长期债务(亿元)	206.77	186.98	178.69	184.10
全部债务(亿元)	213.24	194.89	195.68	201.10
营业收入(亿元)	2.99	1.09	0.69	0.00
利润总额(亿元)	-0.49	-2.72	-3.59	-1.27
EBITDA(亿元)	0.80	1.12	2.05	--
经营性净现金流(亿元)	-21.47	8.12	2.28	-0.63
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.20	24.34	7.16	--
存货周转次数(次)	0.18	0.06	0.02	--
总资产周转次数(次)	0.01	0.00	0.00	--
现金收入比(%)	23.54	91.11	59.89	-
营业利润率(%)	-1.39	-1.41	51.91	-
总资本收益率(%)	0.00	0.86	0.32	-1.86
净资产收益率(%)	-0.58	-3.15	-4.96	-7.03
长期债务资本化比率(%)	70.85	69.39	71.19	71.88
全部债务资本化比率(%)	71.48	70.26	73.02	73.63
资产负债率(%)	73.80	73.34	75.21	75.60
流动比率(%)	390.79	286.73	267.47	283.51
速动比率(%)	340.19	248.81	230.81	245.13
经营现金流动负债比(%)	-65.39	20.31	5.60	--
现金短期债务比(倍)	3.81	2.08	0.52	0.68
全部债务/EBITDA(倍)	267.45	62.39	120.15	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--

注：母公司 2020 年一季度财务数据未经审计

附件 4　2020 年中债信用增进投资股份有限公司无固定期限金融债券（第一期）信用评级报告

附件 5　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
应收类款项/资产总额	（应收账款+其他应收款+长期应收款）/资产总额×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 6-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“－”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 6-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 6-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

2020年中债信用增进投资股份有限公司
无固定期限金融债券（第一期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期无固定期限金融债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：15亿元

本期债券期限：与公司持续经营存续期一致

募集资金用途：补充公司中长期资金，优化公司资产负债结构，提高公司经济效益，提升公司实力和市场影响力

评级时间：2020年2月26日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
融资担保企业评级方法	V3.0.201907
融资担保企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	区域风险	1
			行业风险	3
		自身竞争力	公司治理	1
			风险管理	1
			未来发展	1
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
		资本结构		1
		代偿能力		3
调整因素和理由				调整子级
股东支持：股东由交易商协会和多家实力雄厚的央企、国企组成，能够在信息渠道、公司治理、流动性等方面提供有利支持。				+1

注：经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F共6个等级，各级因子评价划分为6档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1－F7共7个等级，各级因子评价划分为7档，1档最好，7档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点：

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为我国首家专业债券信用增进机构，在公司治理、业务经营与创新、资本实力及股东支持等方面所具备的优势。同时，联合资信也关注到，公司单笔增信业务金额及增信业务行业集中度较高使其面临一定业务集中风险、业务的持续拓展与创新对公司治理和风险控制体系提出了更高要求，以上因素对其经营发展及信用水平可能带来不利影响。

未来，随着公司业务种类的逐步丰富和资本实力的进一步提升，公司业务规模和竞争力将不断提升；另一方面，监管政策的趋严以及国内宏观经济增速的放缓对公司风险控制和流动性管理水平提出更高要求。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 公司资本实力强，股东背景强大，股东有能力和意愿在必要时提供资本补充支持。
2. 公司具备较强的创新能力及市场推动力，信用增进业务基础不断夯实。
3. 高级管理层专业素质较高，有助于公司保持较高的专业化运营水平。
4. 2019年公司成功发行一期规模为15亿元的无固定期限金融债券，资本实力得到进一步提升。

关注

1. 公司单笔增信业务金额高，行业集中度高，存在较高的业务集中风险；投融资平台类增信项目占比较高，在地方政府隐性担保趋于弱化的背景下，相关风险需予以关注。
2. 在国内宏观经济增速放缓的大环境下，公司增信业务创新对风险控制和流动性管理水平提出更高要求。

分析师：张博 谢冰姝 朱晗
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

主要财务数据：

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 9 月末
资产总额(亿元)	159.36	150.91	139.83	154.27
负债总额(亿元)	82.19	71.14	57.12	52.09
所有者权益(亿元)	77.18	79.76	82.71	102.18
增信余额(亿元)	936.10	956.60	1065.60	1024.39
净资本覆盖率(%)	74.40	78.10	81.14	114.19
项目	**2016 年**	**2017 年**	**2018 年**	**2019 年 1—9 月**
营业收入(亿元)	13.23	12.66	13.37	11.42
利润总额(亿元)	9.11	7.64	8.30	7.09
净利润(亿元)	6.96	5.86	6.28	5.49
平均资产收益率(%)	4.35	3.78	4.32	-
平均净资产收益率(%)	9.16	7.46	7.73	-

注：2019 年三季度数据未经审计

数据来源：公司审计报告和提供资料，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2019/07/02	丁倩岩 谢冰姝	融资担保行业企业信用评级方法	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本期信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

2020 年中债信用增进投资股份有限公司
无固定期限金融债券（第一期）信用评级报告

一、主体概况

中债信用增进投资股份有限公司(以下简称“公司”)成立于 2009 年 9 月，由中国银行间市场交易商协会(以下简称“交易商协会”)联合 6 家银行间市场成员单位共同发起设立。截至 2019 年 9 月末，公司股本 60 亿元，均为货币出资，股东及持股情况见表 1。公司是国内首家专业债券信用增进机构，业务方面接受中国人民银行指导和管理。

表 1　2019 年 9 月末公司股东及持股情况

序号	股东	出资金额（亿元）	持股比例（%）
1	中国石油集团资本有限责任公司	9.90	16.50
2	国网英大国际控股集团有限公司	9.90	16.50
3	中化资本有限公司	9.90	16.50
4	北京国有资本经营管理中心	9.90	16.50
5	中银投资资产管理有限公司	9.90	16.50
6	首钢集团有限公司	9.90	16.50
7	中国银行间市场交易商协会	0.60	1.00
合计		60.00	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

公司经营范围包括：企业信用增进服务；信用增进的评审、培训、策划、咨询、技术推广；信用产品的创设和交易；资产投资；资产受托管理；投资策划、投资咨询；经济信息咨询；人员技术培训；会议服务。

目前，公司已向相关监管部门提交申领融资担保业务经营许可证的申请。

公司内设增信业务一部、增信业务二部、投资业务部、国际业务部、风险管理部、法律合规部、计划财务部、战略发展研究部、审计部和综合部十个部门。截至 2019 年 9 月末，公司共有员工 106 人，绝大多数为硕士及以上学历。

截至 2018 年末，公司资产总额 139.83 亿元，负债总额 57.12 亿元，所有者权益 82.71 亿元；增信余额 1065.60 亿元。2018 年，公司实现营业收入 13.37 亿元，其中增信业务收入 7.06 亿元；净利润 6.28 亿元。

截至 2019 年 9 月末，公司资产总额 154.27 亿元，负债总额 52.09 亿元，所有者权益 102.18 亿元；增信余额 1024.39 亿元。2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 11.42 亿元，其中增信业务收入 6.24 亿元；净利润 5.49 亿元。

公司注册地址：北京市西城区月坛南街 1 号院 6 号楼 8 层 801、9 层 901、10 层 1001。

公司法定代表人：谢多。

二、本期无固定期限金融债券概况

公司拟在不超过人民币 30 亿元的注册额度内分期发行无固定期限金融债券。2019 年 7 月，公司成功发行 2019 年第一期无固定期限金融债券（人民币 15 亿元）。本期拟发行规模为人民币 15 亿元，募集资金将用于补充公司中长期资金，优化公司资产负债结构，提高公司经济效益，提升公司实力和市场影响力。本期无固定期限金融债券无担保。

本期无固定期限金融债券在条款设置上区别于普通金融债券，在期限、利息支付及票面利率等方面条款有特殊设置。

本期无固定期限金融债券存续期与公司持续经营存续期一致。

在赎回权方面，公司于本期无固定期限金融债券第 3 个和其后每个付息日，有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息

及其孳息）赎回本期无固定期限金融债券。该赎回条款包含税务政策变更赎回条款：由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期无固定期限金融债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本期无固定期限金融债券进行赎回。在满足赎回条件下，公司若选择行使赎回权，将至少提前 1 个月发出债券赎回公告，通知债券持有人有关赎回执行日、赎回金额、赎回程序、付款方法、付款时间等具体安排，同时披露律师出具的法律意见书。

在利率方面，本期无固定期限金融债券采用分阶段调整的票面利率。本期无固定期限金融债券不含有利率跳升机制及其他赎回激励。当期票面利率=当期基准利率+初始利差。基准利率自首次第 4 个计息年度起每 3 年重置一次。前 3 个计息年度的票面利率将通过簿记建档、集中配售方式确定，在前 3 个计息年度内保持不变。前 3 个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差，其中初始基准利率为簿记建档前 5 个工作日中国债券信息网（http://www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，3 年期国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。如果公司在第 3 个计息年度末不行使赎回权，则自第 4 个计息年度起，票面利率每 3 年重置一次，重置后的票面利率为当期基准利率加初始利差，在之后的 3 个计息年度内保持不变；其中基准利率为票面利率重置日前 5 个工作日中国债券信息网（http://www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，3 年期国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）；此后每 3 年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差确定；如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响，导致当期基准利率在利率重置日不可得，则票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差确定。

在递延利息支付方面，除非发生强制付息事件，本期无固定期限金融债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。公司如果在付息日前 12 个月内，发生以下事件的，公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息：向普通股股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）；减少注册资本。如果发生强制付息事件时公司仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期无固定期限金融债券的主承销商将召集债券持有人会议，由债券持有人会议达成相关决议。

在清偿顺序方面，本期无固定期限金融债券属于信用增进公司发行的、本金和利息的清偿顺序于信用增进公司未设定财产担保的一般负债之后，先于信用增进公司股权资本清偿的金融债券。与一般负债相比，本期无固定期限金融债券的偿付风险相对较高。

三、营运环境

1. 宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提

升。2018 年，我国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%（见表 2），较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

2019 年 1—6 月，我国积极的财政政策继续加力增效，通过扩大财政支出加强基建补短板投资，同时大规模的减税降费政策落地实施，企业负担进一步减轻，财政稳增长作用凸显。2019 年 1—6 月，我国一般公共预算收入和支出分别为 10.8 万亿元和 12.4 万亿元，收入同比增幅（3.4%）远低于支出同比增幅（10.7%），财政赤字（1.6 万亿元）较上年同期（7261 亿元）大幅增加。央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕，市场利率水平相对稳定。在上述政策背景下，2019 年 1—6 月，我国国内生产总值 45.1 万亿元，同比实际增长 6.3%。中西部地区经济增速仍较快，东北地区经济增长仍靠后；CPI 温和上涨；PPI 和 PPIRM 基本平稳；就业形势总体稳定。

2019 年 1—6 月，我国三大产业继续呈现增长态势，农业生产形势稳定；工业生产继续放缓，工业企业利润增速有所企稳；服务业增速略有放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。

固定资产投资增速有所放缓，制造业投资、基础设施建设投资和房地产投资增速均有所回落。2019 年 1—6 月，全国固定资产投资（不含农户）29.9 万亿元，同比增长 5.8%，增速有所放缓。其中，民间固定资产投资 18.0 万亿元，同比增长 5.7%，增速明显回落。从三大主要投资领域来看，2019 年 1—6 月，全国房地产开发投资 6.2 万亿元，同比增长 10.9%，增速较 1—3 月回落 0.9 个百分点，主要源于近期房企融资约束持续加强，但受上年开发商大量购地以及前期开工项目续建影响，房地产开发投资增速较上年同期仍有所加快。全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 4.1%，较上年同期明显下降，但在 2018 年年底全国人大授权国务院提前下达部分 2019 年度新增地方政府债务限额，今年 4 月、6 月先后发布相关政策加快地方债发行进度，同时允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金等多项措施助力基建投资的政策背景下，今年以来基础设施建设投资持续企稳。制造业投资同比增长 3.0%，增幅明显回落。其中，汽车制造业投资增速依旧维持在 0.2%的低位水平，是制造业投资放缓的重要原因。

居民消费增速有所回升，消费结构持续优化升级。2019 年 1—6 月，全国社会消费品零售总额 19.5 万亿元，同比增长 8.4%，增速较 1—3 月（8.3%）略有回升，较上年同期（9.4%）有所回落，较 1—3 月回升主要由于车企降价销售“国五”标准汽车使得汽车类零售额同比增速（1.2%）较 1—3 月转负为正。具体来看，生活日常类消费仍保持较高增速，升级类消费增速较快，服务类消费增幅明显。此外，网上零售继续保持快速增长。我国居民消费持续平稳增长，消费结构进一步改善，在我国经济面临下行压力的背景下消费仍是经济增长的第一驱动力。

进出口稳中有进，贸易顺差有所扩大。2019 年 1—6 月，我国货物贸易进出口总值 14.7 万亿元，同比增速（3.9%）较 1—3 月略有回升，较上年同期大幅回落，主要受中美贸易摩擦和我国内需放缓等因素影响。出口方面，机电产品与劳动密集型产品仍为出口主力。进口方面以集成电路、原油和农产品为主，集成电路进口额增速（-6.9%）较上年同期下滑了 38.9 个百分点，是进口增速

较上年同期下滑的主要原因。

2019年下半年，国际贸易紧张局势可能加剧、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程，中国宏观经济整体仍存在较大的下行压力。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大逆周期政策调节力度稳投资，同时采取措施推动消费升级、稳定外贸增长，推动经济健康高质量发展。从三大需求看，一是固定资产投资增速有望持续企稳。随着地方政府专项债券发行力度的加大，以及补短板、强后劲的重大项目的加快批复，基础设施投资有望持续企稳；减税降费的落实将进一步修复企业盈利，激发企业主体活力，加上电子信息产品制造、交通运输设备制造等具有较大示范效应的高端产品和设备制造领域的发展，制造业投资有望企稳；在“房住不炒”的定位下，房地产投资增速或有所回落，但在稳增长和推进城镇化建设的背景下房地产投资回落幅度比较有限。二是居民消费增速面临一定压力。“国六”标准政策的实施透支了部分汽车消费需求，可能会对未来一段时间的汽车消费产生不利影响，加上当前我国居民部门杠杆率持续攀升、房地产对消费的挤出效应仍强，居民消费增速或面临一定的回落压力。三是进出口增速或将继续放缓。全球经济复苏仍面临诸多不确定性因素，外部需求或继续放缓；随着相关扩大进口政策的进一步实施，以及我国加强与“一带一路”沿线国家的交往，我国对除美国外主要经济体的进口增速保持相对稳定，但国内经济下行压力有所加大，我国内需压力未消也会对进口产生一定抑制。总体来看，2019年下半年，我国经济运行仍将保持在合理区间，考虑到房地产投资增速以及居民消费增速或将有所放缓，下半年经济增速或略有回落，预计全年经济增速在6.2%左右。

表2　2016—2019年上半年我国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年上半年
GDP（万亿元）	74.0	82.1	90.0	45.1
GDP增速（%）	6.7	6.8	6.6	6.3
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	6.0
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.8
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.4
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	6.1
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.4
CPI增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.2
PPI增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	0.3
城镇登记失业率（%）	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率
4. 固定资产投资增速为不含农户投资增速
5. 城镇登记失业率为期末值
资料来源：国家统计局、Wind

2. 行业发展概况

我国的债券市场主要包括银行间债券市场和交易所债券市场。近年来，我国政府大力发展包括债务融资在内的直接融资工具，债券市场保持快速发展势头，债券市场投资者结构和债券品种不断丰富，债券发行量及托管余额均呈现较快增长的态势。2017年，我国债券市场发行各类债券规模达40.8万亿元，较上年增长12.9%，增速明显回落。

近年来，为应对金融危机，我国政府大力发展直接融资，债务融资工具品种逐步丰富。其中，涵盖企业债券、中期票据、短期融资券、集合票据品种的非金融企业债务融资工具在债券市场上发挥了重要作用，自2008年以来我国非金融企业债的年发行规模快速上升，债券市场作为企业直接融资渠道的作用逐步得到加强。从非金融企业债务融资工具的发行情况来看，主体信用等级呈现多元化，AA级以下的发行主体数量逐步增加；另一方面，债券的增信方式呈多样化趋势，担保公司、母公司或第三方保证、组合增信、应收账款质押、资产抵质押等增信方式均有体现，增信成为低信用级别发行主体进行直接融资的重要方式。根据银监会2007年10月发布的《关于有效防范企业债担保风险的意见》，银行停止对以项目融资为主的企业债券进行担保，对公司债券、信托计划、保险公司收益计划等其他融资性项目原则上不再进行担保。这使得为资本市场提供外部信用增进服务的主体由银行转移至其他机构，从而为信用增进行业在资本市场开展业务提供了广阔的发展空间。

2014年5月，国务院印发《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，对规范发展债券市场等提出具体要求，要求完善债券增信机制，规范发展债券增信业务，同时探索发展信用债券保险。据此，中国证监会印发《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》，研究建立行业增信机构，规范管理融资性担保机构。2015年1月，根据中国证监会《公司债券发行与交易管理办法》，公司债券的发行范围由原来的境内证券交易所上市公司、发行境外上市外资股的境内股份有限公司、证券公司扩大至所有公司制法人。上述政策的发布和实施对交易所债券市场发展的促进作用明显，未来公司债券发行规模有望保持快速增长趋势，这为信用增进行业在资本市场开展业务提供了广阔的发展空间。

3. 政策与监管

由于增信行业在我国为全新行业，目前存在相关法律依据缺位、监管政策和行业标准不明确、会计核算和税收等相关外部政策模糊等问题，对信用增进业务的规范开展形成制约。2010年10月，交易商协会出台《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》(以下简称“《指引》”)。《指引》对信用风险缓释工具试点业务的参与者、产品框架和市场运作框架、信用风险缓释凭证设置机制、风险控制与管理等内容进行了明确和规范。《指引》的出台标志着信用风险缓释工具试点业务在银行间市场正式推出，这对于丰富投资者的信用风险管理工具、完善市场风险分担机制具有重要意义，同时也为信用增进行业的业务创新开辟了新的空间。2012年8月，《信用增进机构管理规范》、《信用增进机构风险管理规范》两项行业标准经全国金融标准化技术委员会审查通过，并由中国人民银行正式发布实施。2012年11月，财政部发布了《企业会计准则解释第5号》，文中明确了企业发行信用风险缓释工具的会计处理方式。未来信用增进行业标准的制定和行业立法进程的推进将有助于规范行业运营，推进行业健康发展。

四、公司治理与内部控制

1. 公司治理

公司注册资本60亿元，股东由交易商协会及6家实力雄厚的企业组成，股东承诺在公司业务发展需要时及时补充资本。公司董事会从经营情况、业务创新等方面对公司经营层进行考核。

公司按照市场化模式运作，搭建了由股东大会、董事会、监事会及高级管理层组成的现代股份制公司治理架构。近年来，公司治理主体能够相互制衡、协调运作，治理体系不断完善，治理水平逐渐提高。

股东大会是公司的最高权力机构，由全体股东组成，股东大会会议由董事会依法召

集。公司按照公司章程及相关议事规则召集和召开股东大会，保证全体股东的知情权、参与权和表决权。近年来，公司召开多次股东大会，就董事会和监事会工作报告、年度财务预决算方案、利润分配方案等重大事项进行讨论并形成决议。

公司董事会由 9 名董事组成，包括非职工董事 8 名和职工董事 1 名。公司董事长谢多先生，高级经济师，曾先后在国家体改委宏观调控体制司、中国人民银行工作，历任货币政策司、调查统计司副司长，中国外汇交易中心总裁、党委书记，中国人民银行国际司、金融市场司司长等职务；现任中国银行间市场交易商协会党委副书记、执行副会长、秘书长，中债信用增进投资股份有限公司董事长，丝路基金有限责任公司党委书记、董事长。董事会下设战略与投资管理委员会、预算与薪酬管理委员会和审计与风险管理委员会 3 个专门委员会。公司董事会成员多具有大型企业相关管理经验，有助于董事会进行合理决策。近年来，公司董事会先后审议了股东大会及董事会议事规则、公司组织架构及部门设置方案、高管聘任方案、年度财务预决算等议案，通过了总裁办公会议事规则、授权管理办法、内部控制制度、资本覆盖率管理办法、风险准备金计提管理办法、关联交易管理操作规程、高管人员年度考核办法等基础管理制度，并对综合经营、投资策略、重大采购项目及重大人事任免等重要事项进行了决策。各专门委员会能够在相应职权范围内履行职责，较好地发挥了各自职能。

公司监事会由 3 名监事组成，包括 2 名股东监事和 1 名职工监事，尚未实施外部监事制度。公司监事会行使对公司财务进行检查、对董事及高级管理人员的履职情况进行监督评价等职权。近年来，公司监事会相继审议通过了监事会议事规则、监事长选举、年度工作报告等议案。

公司实行董事会领导下的总裁负责制，高级管理层设总裁 1 名，战略总监、总法律顾问、风险总监、营运总监各 1 名。公司总裁赵文杰先生，高级经济师，历任中国人民银行河南省分行金融研究所研究室副主任；中国人民银行深圳经济特区分行副处级调研员；深圳发展银行总行稽核部总经理，南京分行行长、党组书记，总行人力资源部总经理，北京分行行长、党委书记，总行首席内控执行官；华澳国际信托有限公司总裁。公司高级管理人员由总裁提名，经董事会通过后任命。公司总裁在董事会授权范围内行使职权，包括主持公司日常经营管理工作、组织实施公司年度经营计划和投融资方案等，接受董事会的指导和监事会的监督。公司注重专业团队建设，高级管理层成员均为拥有多年相关领域从业经验、并曾取得良好业绩的专业人士，具备较高的专业化营运水平。

公司根据银行间市场交易商协会发布的关于信息披露规则的公告制定了信息披露管理办法，规定公司按季度定期对外公开披露财务信息，不定期对外公开披露重大事项。

总体看，公司持续规范治理架构，管理制度体系逐步建立健全，各治理主体运作有序。

2. 内部控制

公司构建了符合内部控制管理要求的前、中、后台组织管理架构。目前公司内设增信业务一部、增信业务二部、投资业务部、国际业务部、风险管理部、法律合规部、计划财务部、战略发展研究部、审计部和综合部十个部门（见附录 2），各部门职责分工明确。

近年来，公司继续加强内控制度体系建设，强化内控执行力。2018 年，公司组织开展了制度流程梳理及内部控制手册修订工作，根据公司新组织架构及部门职责的调整，以现有规章制度为基础，以风险管理为导向，紧密结合工作实际，全面梳理现有的管理制度和业务流程，查找制度及流程中存在的问

题及遗漏等。在此基础上，根据新增及修订后的制度开展绘制业务流程图、查找风险点及风险事件、制定有针对性、可操作性强的防控措施等工作，并对各部门内部控制手册材料进行了修订、完善。同时，公司遵循全面性、重要性和客观性原则，组织各部门开展内部控制自我评价工作，将内部控制评价工作分为确定自评范围、开展全面自评、抽查验收、缺陷认定和整改等四个工作环节，并最终形成公司年度内部控制评价报告；另外，为确保各项业务规范有序开展，公司按年度制定风险管理指引，针对业务种类制定了细化的管理办法，如增信业务管理办法、投资管理办法等制度，以及涉及资金、经费、人力资源、薪酬、预算、法律、合同等方面的内控制度，公司内控体系逐步完善。

近年来，公司结合审计工作实际开展需要，对《内部审计办法》《项目审计操作规程》《离任审计管理办法》进行了全面修订，并根据对审计发现事项后续整改落实的管理需要，制定了《内部审计发现事项整改管理办法》，进一步完善了内部审计制度体系。2018 年，公司对中小企业集合票据业务开展了专题调研，从产品结构、项目准入、风险评价与审批、后续运营管理等方面进行了分析，对相关产品结构缺陷、准入审慎性不足以及对发行主体自身信用风险判断不够重视等问题进行了揭示，促使公司今后在稳健开拓业务、切实控制风险敞口、提高处置风险能力等方面不断进行总结和反思，提升经营管理水平。同时，公司开展了投资业务操作风险审计、增信业务流程审计、离任审计及支持工具业务全过程纪检监督及跟踪审计等各类专项审计工作，并将后续审计与内部控制评价工作相结合，同时测试和验证后续审计项目与内部控制评价风险点，挖掘问题成因，识别内部控制缺陷，并根据内部控制缺陷的认定标准推动及时有效整改，内控稽核管理水平进一步提升。

总体看，公司搭建了适应自身业务发展情况的内部控制体系并制定了相关的政策和制度，风险管理架构及内控体系不断完善，内控管理水平有所提升。

3. 发展战略

公司的战略定位是成为以债券信用增进为核心、适度多元经营的大型一流国际化信用增进集团公司，同时成为推动我国金融市场信用风险分散分担机制建设与创新的重要而卓越的市场基础设施平台。

立足该战略定位，公司制定了以下发展目标：立足国内，面向国际，专注债券市场，放眼金融市场，以基础信用增进业务、衍生信用增进业务、信用风险管理业务为三大关键业务领域，以金融市场信用资源优化配置中枢为核心建设目标，以一体化信用增进服务商为重要发展支撑，引导公司发展成为金融市场信用风险分散分担机制的探索者和建设者、金融市场信用增进及风险管理服务的专业提供商、金融市场信用增进及风险管理工具的创新者和引领者、金融市场信用增进及风险管理标准的制定者和推广者、信用增进市场国际化的推动者和实践者。短期来看，国内市场是公司的发展重点，长期来看，公司需统筹协调国内市场和国际市场，最终形成以国内市场为主、国际市场为辅的综合性发展格局。两大市场上，公司均以债券市场为核心，在多元化经营中，深耕债券市场信用增进业务，建立和保持公司的核心竞争力。

总体看，公司具备较强的市场推动力，初期发展战略得到了落实，为公司未来发展奠定了基础。由于我国信用增进基础设施建设处于发展初期，市场认知度待提高、参与者尚待培育，因此公司中长期发展规划尚需在实践过程中逐步明确。

五、业务经营分析

1. 经营概况

公司在坚持市场化发展理念的同时坚守全员化风险意识，以“整体规模可控、总

体风险可控”为原则，积极推动各类增信业务稳健发展。公司信用增进业务可分为基础信用增进业务、创新型信用增进业务以及境外业务三个板块。公司业务以基础信用增进业务为主，2019 年 1—9 月，公司基础信用增进业务收入占信用增进业务收入的 99.98%。

2．担保业务分析

（1）基础增信业务

结合战略规划，公司以发展基础增信业务为主，近年来该类业务规模逐年增长。公司的基础增信业务主要包括对短期融资券、中期票据、定向融资工具、资产支持票据、金融债、企业债、公司债等债券类产品以及信托计划、资产管理计划等投资类产品的增信。

截至 2018 年末，公司尚在增信责任期内增信项目 123 个，增信余额 1065.60 亿元(见表 3)。

表 3　公司尚在责任期内增信业务余额分布　　单位：亿元、个

项目种类	2016 年末		2017 年末		2018 年末		2019 年 9 月末	
	增信余额	项目数量	增信余额	项目数量	增信余额	项目数量	增信余额	项目数量
基础类信用增信业务	**936.10**	**76**	**956.60**	**90**	**1065.60**	**123**	**1024.39**	**132**
其中：中期票据	56.00	6	108.00	10	218.40	25	227.40	30
短期融资券	-	-	12.00	2	20.00	3	21.00	4
超短期融资券	20.00	1	-	-	10.00	1	21.00	5
定向融资工具	284.80	19	241.00	19	217.51	18	238.51	23
项目收益票据	25.00	5	25.00	5	25.00	5	21.00	4
资产支持票据	-	-	20.00	6	16.10	5	14.80	4
企业债	365.80	29	371.30	34	305.90	30	276.16	29
公司债	141.00	8	143.20	10	140.20	14	95.20	11
金融债	10.00	1	10.00	1	20.00	2	10.00	1
次级债	10.00	1	-	-	-	-	-	-
信托计划	5.00	1	0.10	1	34.50	6	41.70	8
资产支持证券	-	-	-	-	7.00	10	6.62	9
保险债权计划	16.00	1	26.00	2	51.00	4	51.00	4
区域集优	2.50	4	-	-	-	-	-	-
合计	**936.10**	**76**	**956.60**	**90**	**1065.60**	**123**	**1024.39**	**132**

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

2018 年以来，公司中期票据增信业务规模上升较快，企业债增信业务规模有所下降。整体看，公司中期票据、企业债及公司债信用增信业务规模较大，占基础增信业务规模的比重维持在 50%以上。其中，公司首单永续中期票据增信项目于 2017 年成功发行，进一步丰富了公司增信债券品种。

公司定向融资工具增信项目包括保障房私募债、小城镇项目和一般企业项目。银行间市场交易商协会支持保障房建设企业通过发行定向债务融资工具来筹建保障房，以降低房企保障房项目的融资成本，截至 2018 年末，公司尚在增信责任期内保障房私募债增信项目 1 个，增信余额 13.51 亿元。2014 年，公司将天津市开发东丽区军粮城示范镇、津南区咸水沽示范镇、蓟县新城等六区县示范小城镇项目作为合作契机，推出了小城镇项目非公开定向债务融资工具信用增进服务，并与天津市人民政府探讨签署全面战略合作框架协议。截至 2018 年末，公司小城镇增信项目 7 个，增信余额 148.00 亿元。此外，截至 2018 年末，公司尚在增信责任期内一般企业项目 10 个，增信余额 56.00 亿元。公司定向融资工具增信项目主要与地方政府融资平台合作，公司对合作的融资平台主体资质要求较为严格，大部分合

作平台外部评级在 AA 级以上。此外，为防范局部平台债务违约的风险，公司根据不同地区、不同平台的风险差异性，建立了一系列筛选条件，实施差异化准入。

公司审慎选择经营业绩较好、业务规模较大、市场排名靠前的机构合作，推广信托、资产管理计划等理财类增信业务。2018 年末尚在增信责任期内信托计划增信项目 6 个，增信余额 34.50 亿元；尚在增信责任期内资产管理计划增信项目 10 个，增信余额 7.00 亿元。

由于项目收益票据将发行主体和地方政府债务隔离，有利于防范和化解地方政府债务风险，公司重点推进现金流有保障、地方政府支持力度大的项目收益类业务。2014 年，公司提供增信服务的银行间市场首单项目收益票据成功发行，首期募集资金 5 亿元。截至 2018 年末，公司尚在增信责任期内项目收益票据增信项目 5 个，增信余额 25.00 亿元。

公司保险债权计划的偿债主体一般为中央企业、大型地方国有企业或省级城投平台企业，未来将不断加大与保险资产管理公司合作，推动该类业务的发展。2016 年，由公司提供增信服务的保险债权计划“长江养老—上海地产三林棚户区改造债权投资计划”成功发行，并于 2017 年成功发行第二期。截至 2018 年末，公司尚在增信责任期内保险债权计划增信项目 4 个，增信余额 51.00 亿元。

公司积极响应国家号召，支持绿色环保行业的发展。2017 年，由公司提供增信服务的银行间市场首单绿色资产支持票据成功发行。截至 2018 年末，公司尚在增信责任期内资产支持票据增信项目 5 个，增信余额 16.10 亿元。

近年来，由于金融租赁行业发展较快，金融租赁公司受到银监会的严格监管且普遍资质较好，公司积极推动金融租赁公司金融债增信业务开展。2016 年，由公司提供增信服务的 20.00 亿元金融租赁公司金融债项目成功发行，首期 10.00 亿元。截至 2018 年末，公司尚在增信责任期内金融债增信项目 2 个，增信余额 20.00 亿元。此外，截至 2018 年末，公司尚在增信责任期内短期融资券增信项目 3 个，增信余额 20.00 亿元；超短期融资券增信项目 1 个，增信余额 10.00 亿元。

公司不断探索新的业务模式，在交易商协会的统一指导下，公司于 2011 年推出区域集优直接债务融资方案，即由地方政府和人民银行分支机构遴选符合条件的融资主体，借助地方政府专项扶持措施，联合商业银行和其他中介机构，由公司提供信用增信，为融资主体提供直接债务融资服务。近年来，由于中小企业信用风险逐渐暴露，公司针对此类项目持续收缩规模。截至 2018 年末，公司上述产品的增信责任均已到期兑付。

2019 年以来，公司重点推进城投企业合作项目，在持续拓展地方国有企业和民营企业债券增信业务的同时，积极探索资产证券化类增信业务。2019 年前三季度，公司新增基础增信项目 27 个，增信金额 140.00 亿元；截至 2019 年 9 月末，公司尚在增信责任期内基础增信项目 132 个，增信余额 1024.39 亿元。

总体看，公司积累了较丰富的项目和客户资源，创新业务品种不断推出，为公司确立了市场地位，公司的收入来源趋于多元化。

（2）创新型业务

公司是目前经交易商协会认定的 45 家信用风险缓释工具交易商之一，也是 29 家信用风险缓释凭证创设机构之一。结合战略导向，公司在初设期尝试开展创新型增信业务，基本形成包括中债合约Ⅰ号(可选择信用增进合约)、中债合约Ⅱ号(贷款信用风险缓释合约增信服务)、中债合约Ⅲ号(信用风险缓释合约)、中债合约Ⅳ号(信用风险缓释凭证)在内的创新型业务体系。目前，上述产品的增信责任已到期。

2018 年以来，公司配合交易商协会推进

信用联结票据等信用风险缓释工具业务创新工作。2018 年，公司共开展 3 笔信用风险缓释工具交易，其中创设信用联结票据（CLN）1 笔、买入信用风险缓释合约 1 笔以及卖出信用风险缓释凭证 1 笔，名义本金合计 0.95 亿元。

此外，为落实人民银行关于引导设立民营企业债券融资支持工具，促进民营企业债券融资相关政策，公司通过独立创设及与主承销商联合创设民营企业债券信用风险缓释凭证（CRMW）的方式支持民营企业发展。从信用风险缓释凭证挂钩的民营企业所在区域来看，已从浙江省逐步扩展至江苏、北京、广东、四川、安徽、湖北等 11 个省（市）；从行业分布来看，已从原材料拓展至交通运输、纺织、大型制造、农林牧渔、通信设备等 10 余个细分行业，整体行业分布较为分散。截至 2018 年末，公司独立创设民营企业债券信用风险缓释凭证 9 只，名义本金 8.60 亿元；与主承销商联合创设民营企业债券信用风险缓释凭证 10 只，名义本金 11.20 亿元。

2019 年以来，公司持续推进风险缓释工具等信用产品开发。2018 年至 2019 年 9 月末，公司共开展 23 笔信用风险缓释工具交易，其中创设信用联结票据（CLN）1 笔、买入信用风险缓释合约 1 笔、买入信用违约互换合约 1 笔及买入信用风险缓释凭证 20 笔，名义本金合计 9.46 亿元；独立创设民营企业债券信用风险缓释凭证 16 只，名义本金 21.40 亿元；与主承销商联合创设民营企业债券信用风险缓释凭证 13 只，名义本金 14.90 亿元。

（3）境外业务

在立足国内业务的同时，公司积极寻求境外业务机会，在信用衍生产品、境外融资担保、境外投资等领域探索开展离岸市场业务。目前公司已获得国家外汇管理局核定的 10 亿美元的境外担保资格，为拓展海外市场业务开辟了空间。公司于 2012 年与上海国际信托等相关机构合作完成首单海外投资 QDII 信托项目，公司对此信托计划 A 类持有人（优先级）提供本金到期偿付保证，增信金额 9 亿元，增信期 3 年。目前，上述产品的增信责任已到期。

五、风险管理分析

1. 风险管理体系

作为经营风险的专业机构，公司注重强化风险管理能力。在风险管理组织架构方面，公司构建起了以董事会审计与风险管理专业委员会为最高风险决策机构，以专业审批人业务审批会为项目审批机构，三道风险防线相互协调、相互配合的风险管理全流程框架体系。在具体业务条线方面，建立了风险管理的三道防线：业务部门是抵御风险的第一道防线，负责本部门内现存或将出现的所有风险，建立了合理的流程有效地识别、评估和控制风险；风险管理、法律合规、财务等运营支持部门是抵御风险的第二道防线，负责制定相应制度，明确相关部门的防线管理职责和业务流程，识别、评估和平衡所有风险；内审职能部门是抵御风险的第三道防线，对公司内部控制体系的完整性和执行有效性进行独立测试和评估，提出改善经营管理、加强风险防控的建议。公司三道防线相互协调配合，形成了公司的重大风险决策、风险资产配置、风险资产管理的组织支撑。

为客观评估项目风险，公司开发了涵盖模型体系、管理体系、应用体系在内的公司客户内部评级框架体系。公司客户内部评级模型包括定性模块、定量模块。其中，定性模块从客户的行业风险特征、公司治理与管理能力、经营风险、财务风险等角度选取特定定性指标来揭示客户违约风险。定量模块开发方面，公司筛选出能够良好揭示客户违约风险的宏观经济指标以及反映客户盈利能力、偿债能力、成长能力、运营能力的财务指标，并相应确定定量模块各指标的权重，提高了评级方法的量化程度和风险预测解

释能力。模型体系方面，公司根据客户规模、所属行业、所在地域、数据源、业务类型、产品等风险特征的差异，对内部评级模型进行了细分。针对公司类敞口，建立了相应的内部评级体系，包括工业、商贸业、能源基础设施业、建筑业、房地产开发业、投资类、城市基础设施类、综合类客户评级体系。此外，根据公司业务特征，单独开发了针对融资性担保公司类客户的评级体系。评级流程方面，公司制定《公司客户信用评级工作管理办法（试行）》，界定了相关部门在内部评级工作过程中的职责。

公司建立了风险监控预警体系，通过专业团队对信用增进项目和投资交易业务进行日常风险监控，对增信业务每季度进行动态风险分类和重点现场风险排查，对投资交易头寸进行动态及时估值与限额监控，及时预警和化解风险。公司针对突发事件，建立重大风险事件应急处理机制，强化应对突发风险的能力。此外，还专门组织人员对公司信用增进业务和投资业务整体风险、各组合维度风险、单一最大客户风险进行压力测试与敏感性分析，准备金与资本占用测算，风险限额监控预警以及构建风险预警指标体系等工作，使公司各组合层面信用风险与市场风险得到及时感知与预警。

近年来，公司通过对相关规章制度的修订与完善，不断规范审批方式、审批内容、组织程序和审批结论等方面内容，审批流程不断完善。公司的业务审批流程为：增信业务部门对增信业务展开尽职调查，撰写业务评价报告并报送风险管理部；风险管理部审查合规后，撰写风险评价报告并组织完成业务审批会会议材料，随后报送公司业务审批会审批。业务审批会议实行有权审批人投票表决制，有权审批人包括审批牵头人和审批人，每次审批会议应至少包括 7 名审批人，其中审批牵头人 1 名、独立审批委员 1 名，审批牵头人负责主持会议。各审批人在审批会上对报批项目进行充分讨论研究，当场进行独立表决，由风险管理部根据相应规则汇总后形成会议结论并报公司总裁专题会或董事长办公会进行最终审定，会后由各部门分头落实最终审定的结论。为保持评审的独立性，审批会议实行审批人独立审批制度，各委员履行独立表决权，同时审批会议实行回避制度。

在信用增进业务风险管理方面，公司对信用增进业务的项目受理和立项、项目尽职调查、项目合规性审查和风险评价、项目审批、风险缓释措施落实、合同签订、项目发行和收费以及增信后管理等关键环节的风险管理要求和各部门的职能进行明确，实现对信用增进业务的全流程管理。在投资业务方面，公司对各投资品种的业务发起、交易操作、合规监控、交割清算、档案管理等环节的风险管理要求进行明确，建立起风险限额、交易授权与交易监测相结合的管理模式，监控公司的整体风险水平。公司通过限额、止损、套期保值等手段的综合运用，使投资业务各组合风险敞口控制在安全范围内，并明确各分类、分级授权和转授权，确保了较为高效的运营效率。在信用风险缓释工具业务风险管理方面，公司实行分类管理并与信用增进业务、投资业务紧密结合的管理模式，根据公司经营风险特性逐步探索形成了完整的主动风险管理体系。公司根据不同业务类型的特点，从套期保值的有效性、标的信用风险杠杆放大倍数和交易价格波动等角度对不同产品、不同交易目的产品设置了有针对性的风险额度，并采取相应的管理措施。同时公司在准备金、资本覆盖等组合风险管理工具的应用上，充分考虑了创新产品在风险对冲方面的作用，为公司从单一业务层面风险管理向组合层面风险管理、实施经营中的主动风险管理奠定了基础。

随着各项业务的发展，公司逐步提升风险管理的精细化水平，基本形成包括风险估值定价、准备金和资本管理、风险缓释转移机制在内的风险管理体系。近年来，公司先后出台了《资本覆盖率管理办法》《风险准备金计提管理办法》《信用增进业务风险分

类管理办法》《信用风险缓释措施管理办法》和《资产损失核销管理办法》等管理制度并适时进行修订。

在风险分类办法方面，公司细化分为四大类七级分类，加强对存续项目的精细化管理，便于根据风险差异性，采取不同措施。在风险准备金计提方面，公司遵循谨慎性、客观性、及时性、重要性和动态性计提原则，按季提取信用增进及投资业务准备金。公司风险准备金包括一般准备金、专项准备金和特种准备金三种。近年来，公司对风险准备金计提方案进行了调整和优化：对一般准备进行了差异化处理，将企业评级划分为三个档次，采用不同的一般准备计提比例，大幅提高了低评级项目的计提比例；对专项准备进行了精细化处理，并适当提高了专项比例计提标准，以增强公司对风险的抵御能力。

为保证公司资本充分覆盖各项业务出现的非预期损失，公司在充分计提风险准备金的基础上，计量并监控各项业务的风险资本要求。公司建立了资本占用额度监测管理机制，由风险管理部根据相关规定按季度对资本占用额度和资本覆盖率进行测算，并向公司管理层报告。公司资本要求按照风险类型不同分为两类，一类是信用风险资本要求，体现为公司信用增进业务、债券投资业务、信用风险缓释工具等各类业务所承担信用风险的非预期损失程度；一类是市场风险资本要求，体现为公司投资的金融产品因市场变化面临的非预期损失程度。公司通过对资本覆盖率(资本覆盖率为资本与信用风险资本要求和市场风险资本要求之和的比率)的监测，确保公司资本充分覆盖各类业务面临的非预期损失。

为确保公司稳健运营和健康发展，公司对存续期项目的风险状况和投资业务持仓资产风险状况进行压力测试，同时对代偿压力增加、现金流缺口增大情景下，公司所面临的流动性风险状况进行流动性压力测试。增信业务存续期项目方面，公司采用 Credit Portfolio View 模型分析宏观经济和金融市场发生较大波动时，各类信用资产利差的变化情况，从而评估公司存续期增信项目的预期损失程度。在投资业务持仓资产方面，公司采用传统的历史分析法，参考当前金融市场波动性特征以及历次金融事件中债券收益率曲线和股票市场变动情况，结合公司持仓金融资产风险特征属性，评估其在压力情景下的最大亏损程度。流动性风险方面，采用现金流分析方法，全面分析投资业务、增信业务、公司运营等方面现金流情况，结合货币市场流动性状况及波动特征，评估相关现金流缺口给公司带来的流动性压力。以上措施分别从公司整体业务承担风险造成的非预期损失覆盖、预期损失覆盖、外部评级不能充分反映债券发行人信用状况及其变化、合格信用风险缓释措施管理等方面对风险进行组合管理。公司通过资本覆盖率、风险准备金等组合指标以及风险分类专项准备金计提等单项业务指标，监测和分析风险管理状况。总体看，公司风险管理体系逐步完善，风险管理水平有所提升。

2. 增信业务组合分析

- 增信业务

截至 2018 年末，公司尚在责任期内增信项目 123 个，涉及企业 83 家，增信余额 1065.60 亿元。

成立之初，为迅速做大规模、扩大影响，公司针对一批资本实力雄厚、信用等级较高的企业开展了增信业务，业务规模快速增长。随着自身经验的积累，公司根据自身定位调整了业务策略，将目标客户重心从大型客户逐渐向中小型客户转移，客户类型向中低信用等级的国有企业和民营企业以及中小型企业拓展。近年来，国内宏观经济增速放缓，中小企业违约风险逐渐暴露，公司对产能过剩行业的中小企业严格风险准入，增量业务重新向信用等级较高的客户倾斜。截至 2018 年末，公司 AA-及以上企业客户（不包括主体无评级，反担保或原始权益人为 AA 及以上项目）涉及增信责任余额 1002.01 亿元，

占全部增信责任余额的 94.03%。总体看，　　为主。公司增信责任余额以高信用等级企业客户

表4　公司增信业务级别分布情况　　单位：亿元、%

项目	2016 年末		2017 年末		2018 年末		2019 年 9 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
AAA	105.00	11.22	128.30	13.41	158.90	14.91	142.60	13.92
AA+	302.20	32.28	284.30	29.72	381.10	35.76	351.06	34.27
AA	455.60	48.67	446.10	46.63	440.61	41.35	460.21	44.92
AA-	30.00	3.20	42.40	4.43	21.40	2.01	19.40	1.89
A+及以下	18.30	1.95	10.50	1.10	6.00	0.56	1.00	0.10
发行人无评级	25.00	2.67	45.00	4.70	14.40	5.41	50.12	4.89
其中：原始权益人 AAA	-	-	20.00	2.09	16.10	1.51	14.80	1.44
反担保保证人 AAA	-	-	-	-	7.00	0.66	6.62	0.65
反担保保证人 AA+	20.00	2.14	20.00	2.09	20.00	1.88	15.00	1.46
反担保保证人 AA	5.00	0.53	5.00	0.52	14.50	1.36	13.70	1.34
合计	**936.10**	**100.00**	**956.60**	**100.00**	**1065.60**	**100.00**	**1024.39**	**100.00**

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

从公司增信余额的行业分布情况来看，2018 年末前五大行业依次为投融资平台、金融、采矿业、房地产和保障房项目。其中，第一大行业增信余额占比为 68.98%，前五大行业增信余额合计占 96.07%，行业集中度高，但客户资质较好，整体风险可控。从增信余额的项目分布情况来看，公司单一最大项目增信余额 25.00 亿元，占公司净资产的 30.22%，此项目为天津东方财信投资集团有限公司非公开定向债务融资工具项目；最大五家项目增信余额合计 112.00 亿元，为公司净资产的 1.35 倍，主要为小城镇项目，项目集中度高，但考虑到小城镇项目主体信用评级较高，项目具有改善民生的社会效益，风险可控。

表5　公司增信业务行业分布情况　　单位：亿元、%

行业	2016 年		2017 年末		2018 年末		2019 年 9 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
投融资平台	572.30	61.14	660.60	69.06	735.00	68.98	738.56	72.10
金融	161.00	17.20	148.80	15.55	155.80	14.62	100.80	9.84
采矿业	44.00	4.70	34.10	3.56	68.00	6.38	62.00	6.05
房地产	39.50	4.22	46.20	4.83	45.40	4.26	41.30	4.03
保障房	111.00	11.86	37.50	3.92	19.51	1.83	13.51	1.32
水的生产和供应业	-	-	20.00	2.09	16.10	1.51	14.80	1.44
燃气生产和供应业	-	-	-	-	7.40	0.69	7.40	0.72
公共设施管理业	-	-	-	-	7.00	0.66	6.62	0.65
农林牧渔	5.80	0.62	5.00	0.52	-	-	-	-
化工	0.50	0.05	4.40	0.46	4.40	0.41	4.40	0.43
机械	0.30	0.03	-	-	-	-	-	-
建材	0.20	0.02	-	-	-	-	-	-
其他	1.50	0.16	-	-	7.00	0.66	35.00	3.42
合计	**936.10**	**100.00**	**956.60**	**100.00**	**1,065.60**	**100.00**	**1,024.39**	**100.00**

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

从到期期限分布上看，2018 年末公司到期期限在 1 年内、1~3 年、3~5 年及 5 年以上的增信业务占比分别为 22.74%、43.54%、28.02%和 5.70%。总体来看，公司增信项目期限分布较均衡。

表6　增信业务到期期限分布情况　　单位：亿元、%

到期期限	2016 年末		2017 年末		2018 年末		2019 年 9 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
1 年以内（含 1 年）	95.30	10.18	201.30	21.04	242.27	22.74	258.88	25.27
1~3 年（含 3 年）	437.74	46.76	387.27	40.48	464.00	43.54	459.00	44.81
3~5 年（含 5 年）	246.30	26.31	254.54	26.61	298.55	28.02	267.01	26.07
5 年以上	156.76	16.75	113.49	11.86	60.79	5.70	39.51	3.86
合计	**936.10**	**100.00**	**956.60**	**100.00**	**1065.60**	**100.00**	**1024.39**	**100.00**

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

公司根据《信用增进业务风险分类管理办法》对增信对象进行风险分类。截至 2018 年末，公司增信业务风险分类中 99%以上为正常项目，不良类（含次级、可疑、损失，下同）项目增信责任余额占全部增信责任余额的 0.05%。截至 2018 年末，公司增信业务累计计提风险准备金 20.99 亿元，相当于同期增信余额的 1.97%（见表 7）。

表 7　公司增信业务风险分类情况　　单位：亿元、%

分类		2016 年末		2017 年末		2018 年末		2019 年 9 月末	
		增信责任金额	占比	增信责任金额	占比	增信责任金额	占比	增信责任金额	占比
正常类	稳定一档	618.80	65.30	317.00	33.15	292.50	27.45	216.10	21.10
	稳定二档	277.90	29.33	362.90	37.95	433.31	40.66	496.83	48.50
	关注一档	26.00	2.74	231.36	24.19	289.96	27.21	199.67	19.49
	关注二级	4.80	0.51	21.00	2.20	49.36	4.63	111.80	10.91
次级类		-	-	-	-	-	-	-	-
可疑类		20.00	2.11	24.00.	2.51	0.48	0.05	-	-
损失类		-	-	-	-	-	-	-	-
合计		**947.50**	**100.00**	**956.26**	**100.00**	**1065.61**	**100.00**	**1024.39**	**100.00**

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

投融资平台类项目在公司增信业务中占比较高，目前尚未出现违约情况。截至 2018 年末，公司尚在增信责任期内投融资平台项目增信余额 735.00 亿元，占全部增信余额的 68.98%。但随着政府强力推行政府与融资平台债务偿还责任分离，地方政府对融资平台的隐性担保趋于弱化，使得融资平台主体信用差异化趋势愈发明显，隐性担保的信用拉平效应逐步减弱。为进一步提高公司信用风险管理能力，2017 年公司在原有内部评级系统的基础之上，通过中债资信的技术支持，结合平台类企业的特点和公司的风险政策，构建了适应公司业务特点的评价模型，包括“中国地方政府主体信用评级模型”和“中国城市基础设施投融资企业主体评级模型”，并通过不断调整和优化，形成了具有针对性的平台类企业评价体系。同时，公司对投融资平台业务实施差异化准入、差异

化定价政策，开展的大部分项目都是外部评级 AA 及以上的地市级平台或省级平台，严格控制区县级平台准入，且部分项目由更高级平台主体实施反担保，总体风险可控。未来，公司将继续加强投融资平台项目的风险缓释措施要求，在政府隐性担保下降的可能下，提高实质风险缓释措施的保护力度。

2016 年由于区域集优项目风险暴露，代偿规模为 5.80 亿元，2017 年以及 2018 年，公司到期增信业务未发生代偿情况。截至 2018 年末，公司累计发生 12 笔代偿，金额合计 6.09 亿元，累计代偿回收额 3.11 亿元，其余代偿仍在回收过程中；累计代偿率为 0.40%，代偿回收率为 51.07%。

截至 2019 年 9 月末，公司尚在责任期内增信项目 132 个，涉及企业 83 家，增信余额 1024.39 亿元。其中，公司增信责任余额仍以高信用等级企业客户为主，行业集中度高。2019 年 1—9 月，公司到期增信业务未发生代偿情况。

总体看，公司近年来增信责任余额以高信用等级企业发行为主，并采取了较为严格的风险缓释措施；公司尚在增信期内的客户到期期限分布较均衡，但面临较高的业务集中风险。此外，公司投融资平台类增信项目占比高，在地方政府隐性担保趋于弱化的背景下，相关风险需予以关注。

- 创新业务

对于由公司提供保护的信用风险缓释工具净头寸，公司将承担由标的实体发生支付违约、破产等信用事件造成的损失，主要承担的信用风险是标的债务违约风险。2016 年，交易商协会发布了《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》以及信用风险缓释合约、信用风险缓释凭证、信用违约互换和信用联结票据等四类产品的业务指引。对此，公司制定了《信用风险缓释凭证业务操作规程（试行）》，就信用风险缓释凭证的交易前准备、买入保护类业务操作流程、交易实施、业务后续管理制定细则。同时，公司积极构建和完善相关业务的风险管理框架，从业务开展策略、操作规程、风险指引和限额、风险准备金、资本占用管理方案以及会计处理规则等方面，建立了完备的前中后台管理制度框架，确保相关业务有序开展、风险可控。

总体看，公司建立了并不断完善具有信用增进行业特点的全面风险管理体系，目前业务风险可控。

七、财务分析

公司提供了 2016—2018 年度财务报告以及 2019 年 1—9 月财务报表，其中信永中和会计师事务所对公司 2016 年度财务报告进行了审计，致同会计师事务所对公司 2017—2018 年度财务报告进行了审计，审计意见均为标准无保留；2019 年 1—9 月财务报表未经审计。

1. 资本结构

公司目前资本来源以资本金和利润留存为主，公司根据资金业务的需要调整负债规模。2016—2018 年，公司均分配现金股利 3.00 亿元，近年来公司未分配利润余额有所增长，利润留存对资本起到了一定的补充作用。截至 2018 年末，公司所有者权益 82.71 亿元，其中股本 60.00 亿元，盈余公积 4.38 亿元，未分配利润 17.83 亿元。未来，公司将采取适度的分红政策来回报股东，并通过利润留存支持业务发展。此外，公司股东承诺在公司发展需要时给予补充资本支持。

公司负债主要由卖出回购金融资产、长期借款及增信责任准备金组成(见表 8)。公司卖出回购金融资产标的为债券，近年来卖出回购金融资产规模逐年下降，导致公司负债规模呈现逐年下降状态。

表 8　公司负债结构　　单位：亿元

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 9 月末
卖出回购金融资产	45.12	28.27	13.53	7.59
长期借款	14.71	19.17	19.16	19.16
风险准备金	18.49	19.41	20.99	22.41
其他	3.87	4.29	3.43	2.93
负债合计	**82.19**	**71.14**	**57.12**	**52.09**

注：2019 三季度数据未经审计
资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

公司计提的增信责任准备包括一般风险准备、专项准备和特种准备，其中一般风险准备在增信责任余额的基础上按照一定比例计提，专项准备按每笔业务风险分类结果并参考外部评级结果进行差异化计提，特种准备是针对重大突发事项的风险计提。近年来，国内宏观经济增速放缓，公司对风险准备金计提加大了计提力度。截至 2018 年末，公司风险准备金余额 20.99 亿元，占同期增信余额的 1.97%，对已发生代偿和存量项目的覆盖水平较好。

截至 2018 年末，公司长期借款余额 19.16 亿元，其中办公楼抵押贷款 14.17 亿元，信用贷款 5.00 亿元。为拓宽资金来源，公司积极争取银行及其他机构授信。截至 2018 年末，公司共获得 7 家机构合计 259 亿元的授信额度。

近年来，公司负债规模和杠杆率呈逐年下降趋势，2018 年末公司资产负债率为 40.85%。

2019 年 7 月，公司成功发行一期规模为 15.00 亿元的无固定期限金融债券，计入其他权益工具科目，资本实力得到进一步提升。截至 2019 年 9 月末，公司所有者权益 102.18 亿元，其中股本 60.00 亿元，其他权益工具 15.00 亿元，盈余公积 4.38 亿元，未分配利润 20.16 亿元；负债规模为 52.09 亿元，其中风险准备金余额 22.41 亿元，资产负债率为 33.77%。

总体看，公司资本实力强，利润留存对资本起到了一定补充作用，财务杠杆水平不高。

2. 资金运用与资产质量

近年来，受负债规模持续压缩的影响，公司资产总额整体呈逐年下降的趋势，2018 年末资产总额为 139.83 亿元。公司资金主要运用于投资业务，投资资产占资产总额的比例保持在较高水平（见表 9）。

表 9　公司资产结构　　单位：亿元

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 9 月末
货币资金	0.24	0.53	0.61	0.40
贷款	1.49	1.37	1.15	1.02
同业资产	14.87	11.33	3.75	0.39
投资资产	112.99	112.61	111.72	129.81
其中：以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	5.51	8.95	10.02	14.11
持有至到期投资	17.16	38.33	33.56	39.98
可供出售金融资产	86.85	56.16	56.50	63.99
其他资产	29.77	25.07	22.61	22.65
其中：应收代偿款	4.43	4.03	3.51	3.23
合计	**159.36**	**150.91**	**139.83**	**154.27**

注：2019 三季度数据未经审计
资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

近年来，受买入返售金融资产规模下滑的影响，公司同业资产规模呈逐年下降趋势。截至 2018 年末，公司同业资产余额 3.75 亿元，其中买入返售金融资产余额 1.19 亿元，标的资产全部为债券。

在投资策略上，公司以高信用等级、高流动性投资品种为主，根据市场情况进一步控制债券组合久期及利率敏感性，并适当根据持仓债券到期情况合理降低债券类资产投资规模。同时，公司积极探索权益类投资业务，在深入研究各行业和公司基本面的基础上，结合市场情况积极开展长期配置及阶段性调仓等操作。公司投资资产以可供出售金融资产为主，同时公司将部分债券转入持有至到期账户以稳定收息资产规模。截至 2018 年末，公司投资资产余额 111.72 亿元，占资产总额的 79.90%。其中，可供出售金融资产余额 56.50 亿元，其中债券投资余额 35.34 亿元、信托投资余额 11.23 亿元、股票投资余额 9.94 亿元，计提可供出售金融资产减值准备余额 0.54 亿元；交易性金融资产余额 10.02 亿元，投资标的均为债券；持有至到期投资余额 33.56 亿元，投资标的为债券，计提持有至到期投资减值准备余额 0.15 亿元；衍生金融资产投资余额 10.80 万元，全部为信用风险缓释工具；投资性房地产余额 11.60 亿元，主要是公司办公大楼完工，部分因出租转入此科目。此外，公司投资资产还包括少量对联营企业的长期股权投资。

公司以债券为主要投资对象，债券投资品种包括国债、地方政府债券、政策性金融债券、中期票据、短期融资券、企业债以及公司债。公司投资的利率债以及外部评级在 AA^+及以上的信用债余额合计占债券投资余额的 90.37%。

2016 年由于区域集优项目风险暴露，公司应收代偿款明显增加，2016 年末余额为 4.43 亿元；2017 年以及 2018 年公司均未发生代偿。近年来，公司其他资产规模较大，主要是由于公司办公大楼完工，部分转入固定资产所致。截至 2018 年末，公司其他资产余额 22.61 亿元，其中固定资产余额 10.99 亿元；应收代偿款 3.51 亿元。

2019 年以来，公司加大了投资资产配置力度。截至 2019 年 9 月末，公司资产总额为 154.27 亿元，其中投资资产余额 129.81 亿元，主要投资品种为债券；公司投资资产出现个别违约情况，违约资产规模占总投资资产总额的比重较小。

总体看，受负债规模压缩影响，公司资产规模有所下降；公司投资规模较大，投资品种以债券为主；公司投资资产出现违约情况，需持续关注违约资产后续处置进程。

3. 经营效率及盈利能力

公司营业收入主要由增信业务收入和投资收益构成(见表 10)。近年来，受增信业务收入变动的影响，公司营业收入有所波动，2018 年实现营业收入 13.37 亿元，其中租金收入 0.77 亿元，为公司部分办公大楼出租收入。

表 10　公司收益指标　　单位：亿元、%

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
营业收入：	13.23	12.66	13.37	11.42
其中：增信业务收入	6.97	6.66	7.06	6.24
投资收益	5.59	5.38	4.94	4.20
利息收入	0.17	0.30	0.18	0.14
营业成本：	4.14	5.01	5.07	4.33
其中：提取风险准备金	0.98	0.92	1.57	1.42
业务及管理费	1.57	1.79	1.70	1.13

利息支出	0.99	1.33	1.25	0.89
净利润	6.96	5.86	6.28	5.49
平均资产收益率	4.35	3.78	4.32	-
平均净资产收益率	9.16	7.46	7.73	-

注：2019 三季度数据未经审计
资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

公司综合运用信用利差法和成本加成法对增信业务进行差异化定价，同时结合增信对象的具体情况进行调整。凭借自身良好的资信水平，公司增信业务议价能力较强。2018 年，由于增信业务规模增速较快，公司增信业务收入较上年末有所上升，2018 年实现增信业务收入 7.06 亿元，占营业收入的 52.81%。

近年来，受投资资产规模压缩以及股市波动较大的影响，公司投资收益规模逐年下降，主要以债券利息收入为主。2018 年，公司实现投资收益 4.94 亿元，占营业收入的 36.92%。

公司营业成本主要来自提取风险准备金、业务及管理费和利息支出。2016—2017 年，由于高风险区域集优项目大量到期，公司风险准备金计提规模大幅下降；2018 年由于增信业务规模快速增长，公司加大了风险准备金计提力度。2016—2018 年，公司分别提取风险准备金 0.98 亿元、0.92 亿元和 1.57 亿元。2018 年，公司业务及管理费 1.70 亿元，相当于营业收入的 12.70%，营业费用整体保持在合理范围。2018 年，公司利息支出 1.25 亿元，主要为卖出回购金融资产利息支出和长期借款利息支出。

近年来，公司净利润水平呈波动状态。2016 年，由于风险准备金计提规模大幅下降，公司净利润明显增加；2017 年，受增信业务收入下降以及利息支出和业务及管理费支出规模上升的影响，公司净利润有所下降；2018 年，受增信业务收入以及办公大楼租金收入增长的影响，公司净利润有所上升。2018 年，公司实现净利润 6.28 亿元，平均资产收益率及平均净资产收益率分别为 4.32%和 7.73%。

2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 11.42 亿元，其中增信业务收入 6.24 亿元，投资收益 4.20 亿元；营业成本 4.33 亿元，其中提取风险准备金 1.42 亿元，利息支出 0.89 亿元；2019 年 1—9 月，公司实现净利润 5.49 亿元。

总体看，公司营业收入以增信业务和投资业务收入为主；随着办公大楼的交付使用，租金收入使公司收入趋于多元化，整体盈利水平较好。

4. 资本充足率及代偿能力

公司目前面临的风险主要源于增信项目和信用风险缓释产品的代偿和投资损失。在发生代偿后，如果公司不能足额追偿，公司将以自有资本承担相应的损失。公司实际代偿能力主要受公司的增信业务风险敞口、信用风险缓释工具卖出保护规模、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性等因素的影响。联合资信在评估公司可用于增信业务及信用风险衍生产品卖出保护代偿的净资本时，考虑了公司的负债总额及负债性质、资产质量与变现能力等因素。

从现金流情况来看，2017 年以来，由于公司未发生代偿，公司经营活动产生的现金流由净流出转为净流入状态且规模逐年增长；由于收到买入返售金融资产现金款规模较大，投资活动产生的现金呈净流入状态；筹资活动产生的现金流入主要为取得借款和收到卖出回购金融资产款，现金流出主要为借款支付和支付卖出回购金融资产款，近年来呈净流出状态且净流出规模逐年增长。总体看，公司现金流趋紧（见表 11）。

表 11 公司现金流情况 单位：亿元

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
经营活动产生的现金流量净额	-3.06	2.97	3.95	3.51
投资活动产生的现金流量净额	10.12	12.30	13.89	-8.42
筹资活动产生的现金流量净额	-7.51	-14.60	-20.02	4.86
现金及现金等价物净增加额	-0.45	0.60	-2.18	-0.04
期末现金及现金等价物余额	2.42	3.02	0.83	0.79

注：2019 三季度数据未经审计
资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

近年来，公司净资产及净资本规模持续上升。根据公司 2018 年末的资产状况，估算出公司净资本为 51.88 亿元，净资本比率为 62.72%（见表 12）。由于公司净资本规模有所增长，净资本增信倍数较上年末有所下降，净资本覆盖率呈上升状态。截至 2018 年末，公司净资产增信倍数为 12.88 倍，净资本增信倍数为 20.54 倍。经测算，截至 2018 年末，公司净资本覆盖率为 81.14%。公司增信业务的持续发展对公司资本充足水平的影响需关注。

表 12 公司资本充足性指标 单位：亿元、%

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 9 月末
增信余额	936.10	956.60	1065.60	1024.39
净资产	77.18	79.76	82.71	102.18
净资本	41.79	44.83	51.88	70.18
净资产增信倍数	12.13	11.99	12.88	10.03
净资本增信倍数	22.40	21.34	20.54	14.60
净资本比率	54.14	56.20	62.72	68.69
净资本覆盖率	74.40	78.10	81.14	114.19

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

2019 年，公司成功发行一期无固定期限金融债券，资本充足水平得到较大幅度的提升。根据公司 2019 年 9 月末的资产状况，估算出公司净资本为 70.18 亿元，净资本比率为 68.69%，净资产增信倍数和净资本增信倍数分别为 10.03 倍和 14.60 倍，净资本覆盖率为 114.19%。

八、债券偿债能力分析

截至本报告出具日，公司存续期内的无固定期限金融债券本金为15亿元。假设本期无固定期限金融债券发行规模为15亿元，在2018年财务数据基础上，估算经营活动现金流入量、净利润和股东权益对本期无固定期限金融债券本金的保障倍数见表13。总体看，公司经营活动现金流入量和净利润对本期无固定期限金融债券的保障能力一般，股东权益对本期无固定期限金融债券的保障能力强。

表 13 公司本期无固定期限金融债券保障情况

单位：亿元、倍

项 目	发行前	发行后
无固定期限金融债券本金	15.00	30.00
经营活动现金流入量/无固定期限金融债券本金	0.59	0.30
净利润/无固定期限金融债券本金	0.42	0.21
股东权益/无固定期限金融债券本金	5.51	2.76

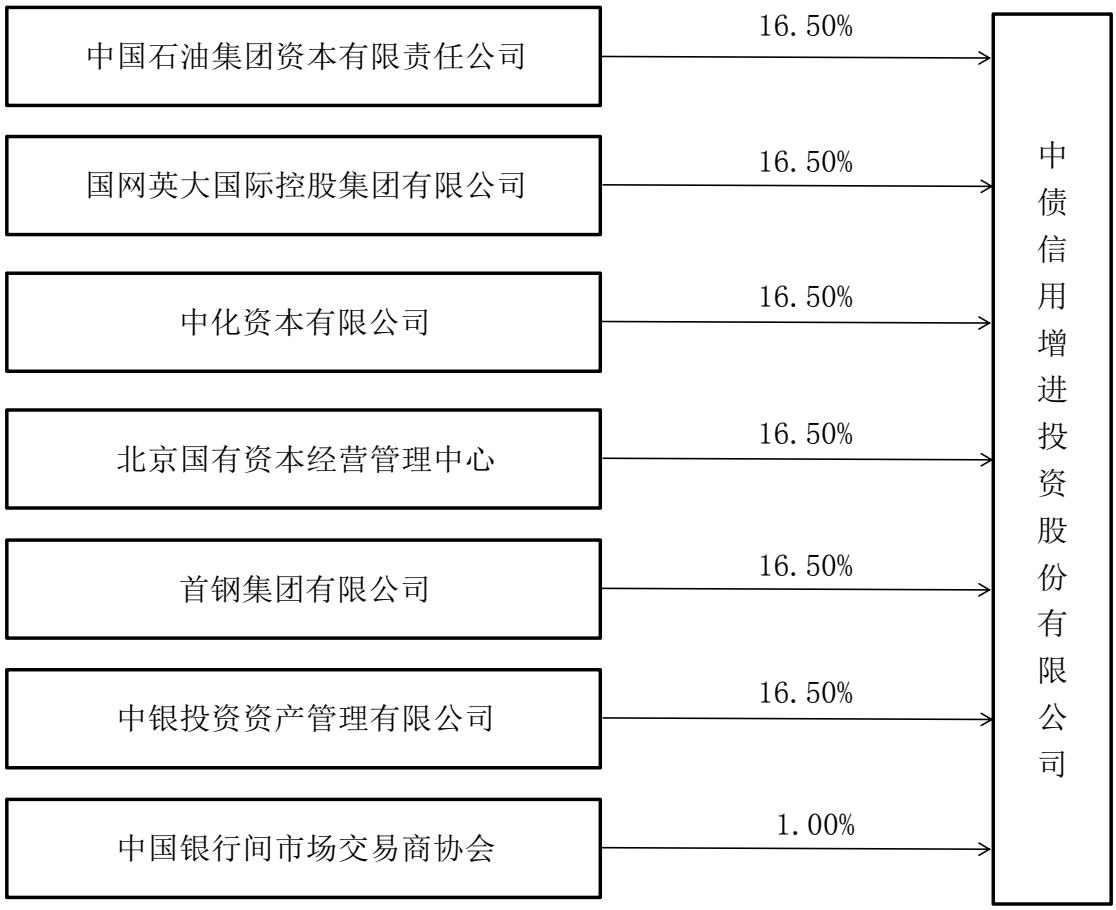
数据来源：公司审计报告，联合资信整理

九、结论

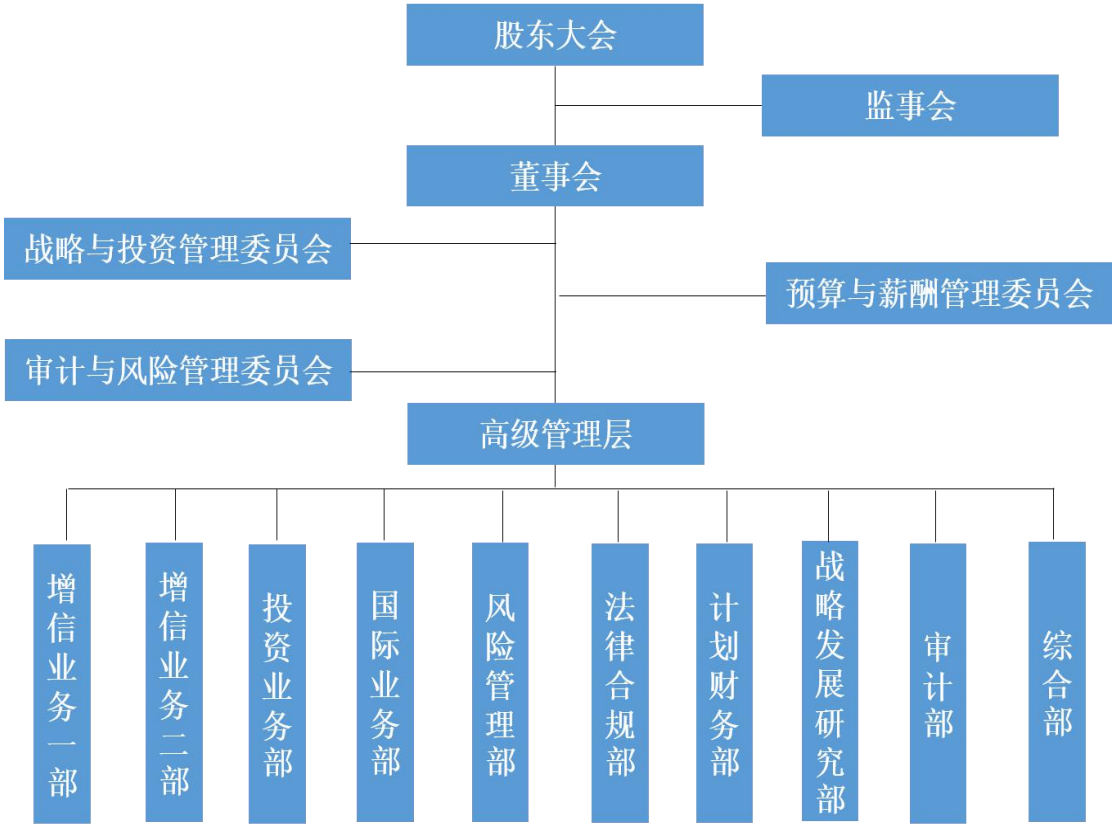
作为国内首家信用增进机构，经过近年来的经营实践，公司增信业务基础不断夯实，

创新业务持续推进。公司资本实力强，股东背景强大，形成了完善的内控与风险管理架构，市场竞争力进一步增强。另一方面，随着公司增进业务规模的增长，公司面临资本消耗、风险管理压力加大以及业务相对集中等问题。综上，联合资信认为，在未来一段时期内公司的信用水平将保持稳定。

附录 1　2019 年 9 月末股权结构图



附录 2　2019 年 9 月末组织结构图



附录 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
累计代偿率	累计增信代偿额/累计解保责任额
代偿回收率	代偿回收额/增信代偿额
平均净资产收益率	净利润×2/(期初净资产总额+期末净资产总额)×100%
平均资产收益率	净利润×2/(期初资产总额+期末资产总额)×100%
资产负债率	（负债总额-风险准备金）/资产总额×100%
净资产增信倍数	增信余额/净资产
净资本增信倍数	增信余额/净资本
净资本比率	净资本/净资产×100%
净资本覆盖率	净资本/增信业务组合风险价值×100%

附录 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，分别为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。各等级含义如下表所示：

级别	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

附录 4-2　信用增进公司中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信信用增进公司中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附录 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估有限公司关于
2020年中债信用增进投资股份有限公司
无固定期限金融债券（第一期）的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

中债信用增进投资股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，于每年7月31日前发布跟踪评级结果和报告。

中债信用增进投资股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对中债信用增进投资股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，中债信用增进投资股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注中债信用增进投资股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现中债信用增进投资股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对中债信用增进投资股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如中债信用增进投资股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对中债信用增进投资股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与中债信用增进投资股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。